全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股典

Buy and Hedge

The 5 Iron Rules for Investing Over the Long Term

炒股不只是买入和卖出，学会对冲才能稳定盈利

对冲

掌握五大铁律，实现稳定盈利

（美）杰伊·佩斯里切利（Jay Pestrichelli）
韦恩·福伯特（Wayne Ferbert）◎著
殷凤姣◎译

中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和

Buy and Hedge: The 5 Iron Rules for Investing Over the Long Term

对 冲

（美）杰伊·佩斯里切利（Jay Pestrichelli）
韦恩·福伯特（Wayne Ferbert）◎著
殷凤姣◎译



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
北 京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

对冲：掌握五大铁律，实现稳定盈利 = Buy and Hedge :the 5 iron rules for investing over the long term :英文 / (美) 佩斯里切利 (Pestrichelli, J.)，(美) 福伯特 (Ferbert, W.) 著.
北京：中国经济出版社，2013.7
（股典系列）
ISBN 978-7-5136-2218-9/F·9595
Ⅰ. ①对… Ⅱ. ①佩… ②福… Ⅲ. ①股票投资—经验—美国—英文 Ⅳ. ①F837. 125
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第313963号

Authorized translation from the English language edition, entitled BUY AND HEDGE: THE 5 IRON RULES FOR INVESTING OVER THE LONG TERM, 1E, 978-0-13-282524-5 by Jay Pestrichelli, Wayne Ferbert, published by Pearson Education, Inc, Published as FT Press, Copyright ©2011 by Jay Pestrichelli, Wayne Ferbert.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronica or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval without permission from Person Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PERSON EDUCATION ASIA LTD., and CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE Copyright ©2013

北京市版权局著作权合同登记号　　图字：01-2012-4346
本书封面贴有Person Education（培生教育出版集团）防伪标签，无标签者不得销售。

责任编辑　张　博　崔姜薇
责任审读　霍宏涛
封面设计　柏拉图
责任印刷　张江虹

出版发行　中国经济出版社
印 刷 者　北京市昌平区新兴胶印厂
经 销 者　各地新华书店
开　　本　710mm × 1000mm　1/16
印　　张　19.75
字　　数　160千字
版　　次　2013年7月第1版
印　　次　2013年7月第1次
书　　号　ISBN 978-7-5136-2218-9/F · 9595
定　　价　49.80元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68319116)

版权所有　盗版必究（举报电话：010-68359418 010-68319282）
国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390）　服务热线：010-68344225 88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 

第一部分　对冲和市场的简介

第一章　生活是由一连串关系到风险和收益的决定构成的，投资也是如此 ……003

第二章　情绪是敌人，请远离它 ……009

第三章　不要忘记了为什么你要投资 ……015

要有长期投资的眼界（016）　保存你的本金（017）

第四章　投资游戏并没有被操控，但是…… ……021

指数化（024）　资产类别分配（024）　防御型对冲（025）

第二部分　投资的恒定规律

第五章　损失的本金是不能持续增长的本金 ……029

研究#1：避开最糟糕的十天（031）　研究#2：避开最糟糕的四个季度（032）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

第六章 买入的是风险，期望的是回报 ························035

第七章 情绪是敌人 ································041

第八章 波动率是“氪星石” ···························049

波动率的心理影响（054） 波动率的逻辑影响（054）

第九章 税收员来了 ································057

第三部分 买进和对冲的五大铁律

第十章 对每一项投资进行对冲 ·························063

构建投资组合对冲而不是头寸对冲（066）
铁律#1的推论：对冲每一笔头寸的替代选择是构建投资组合对冲（067）
用希腊字母来设计你的对冲（067） 高级概念（068）

第十一章 了解自己的风险度量标准 ······················069

四项关键的风险度量标准（070） 风险资本（071） 波动率（072）
隐含杠杆（074） 相关性（080）

第十二章 构建长期、多元化投资组合 ····················083

建立长期投资的观点（084） 创建多元化的投资组合（087）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合信息汇总（090） 小结（093）

第十三章 让你的内心直觉指引自己 ·····························095

挑战#1：确定你的投资优势（097） 挑战#2：过分专注某一类投资（098）
执行铁律#4（098）

第十四章 收获你的得失 ·····································101

我们收获得失的三个时机（102）
投资达到了你预期的价格目标，或者你的投资假设不再成立（103）
投资已经有了较大的内嵌收益，但是你希望它继续承担风险（103）
纳税机会出现在年终（107） 情况#1：用损失抵消收益（107）
情况#2：用利润弥补损失（108） 情况#3：把增加的税金推迟到下一个纳税年度（108）
小结（109）

第四部分 基础知识和基本对冲策略

第十五章 利用期权进行对冲 ·································113

第十六章 什么是期权 ·······································117

GE SEP11 20 call（通用电气公司SEP11 20认购）（125）
IBM OCT2 11 205 put（国际商务机器公司OCT2 11 205认沽）（125）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

第十七章　期权头寸 ······127

5 GE SEP11 20认购（129）　期权链（129）
价内期权（ITM），价外期权（OTM），平价期权（ATM）（131）

第十八章　了解和使用期权 ······135

期权估价（136）　披萨优惠券（137）　波动率对期权定价的影响（140）
水灾保险案例（142）　交易的另外一面（146）　必要维持条件（147）

第十九章　风险图：价值千元的图表 ······149

绝对对冲风险图（154）　买入看涨期权（154）　买入看跌期权（154）
卖出看涨期权（155）　卖出看跌期权（155）　部分对冲风险图（156）
其他注意事项（157）

第二十章　配对看跌期权 ······159

头寸动态分析（161）　风险度量标准：配对看跌期权（165）
为配对看跌期权选择执行价（165）　选择行权期（171）
额外策略：配对看涨期权（172）

第二十一章　利率上下限期权 ······175

头寸的动态分析（177）　风险度量标准（180）
为利率上下限期权选择执行价格（181）　选择行权期（186）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十二章　股票替代策略 ······191

头寸的动态分析（193）　风险度量标准（196）
选择执行价（197）　选择行权期（201）

第二十三章　在投资组合中，交易所交易基金会发挥重要作用 ······205

为你的投资组合找到合适的交易所交易基金（208）
规模最大、最受欢迎的交易所交易基金和交易所交易基金发行者（209）
在你的对冲策略中使用板块交易所交易基金（211）　交易所交易基金期权（214）
作为另一种选择的指数期权（220）

第二十四章　投资组合看跌期权 ······225

投资组合看跌期权的定义（227）

第五部分　高级期权策略

第二十五章　垂直套利 ······235

牛市看涨期权套利（242）　风险度量标准（245）
利用概率比较套利交易（247）　垂直看跌期权套利（250）
合约数量（252）

第二十六章　对角套利 ······255

对角套利不是总有效（261）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 

第二十七章　投资组合内的现金管理 ……265

使用正常现金分配进行投资（266）　为高级对冲客户提供的现金管理策略（268）
适时打破常规（270）

第二十八章　税收效率管理 ……275

税收优惠账户策略（276）　应税账户策略（277）
税收优惠投资工具（280）

第二十九章　结语：信息汇总 ……285

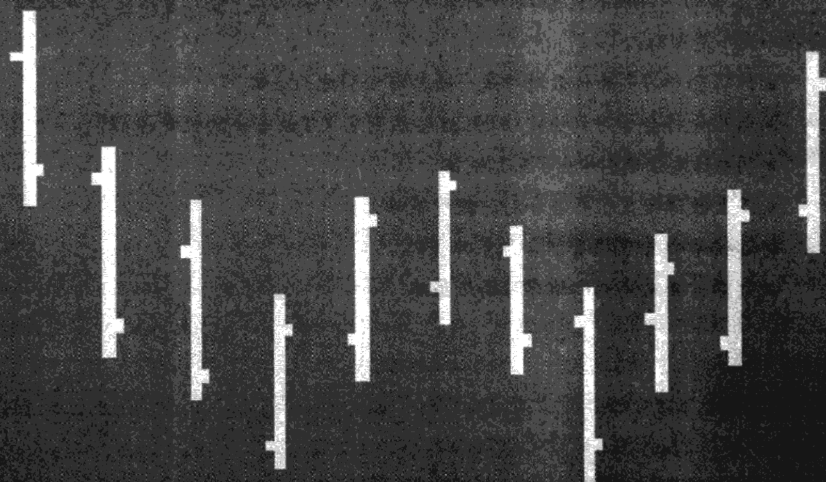
找到自己的投资者节奏（286）　当你在执行五大铁律时（287）

致　谢 ……290

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

对冲和市场的简介



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这本书的主要内容分为五大部分。随着内容的层层递进，每一部分的内容都会比前一章更加注重对交易细节的描述。因此，当你进行到后面的章节时，这本书也会变得更具技术性。不管在投资领域你是否是新人，对于任何一个投资者来说，前三大部分内容都是必读的。第一部分，"对冲和市场的简介"。第二部分，"投资的恒定规律"概述了买进和对冲投资方法的基础。第三部分，"买进和对冲的五大铁律"讲解了我们强烈推荐的投资策略。遵循这五大铁律的指导，你将很快成为一位出色的买进和对冲投资者。

这本书的最后两章内容和你在投资组合中使用期权或者交易所交易基金的相关经验有关。如果你不知道这些产品是什么，第四部分"基础知识和基本对冲策略"将会帮助你了解和运用这些投资工具。如果你已经对期权和交易所交易基金非常熟悉，第五部分"高级期权策略"将帮助你学习到更为高级的技能。如果你的经验处于这两种之间，这两部分都将对你具有指导性作用。

这本书的学习模式是经过我们深思熟虑后才决定的。它们会以这种方式组合在一起，是因为：

- 你将会学习到为什么对冲是一项具有吸引力的策略。
- 然后你将会学习到恒定法则，这些法则定义了最重要的投资课程。
- 明白这些法则引申出了五大铁律。
- 五大铁律定义了买进和对冲投资策略。
- 你将学会管理投资组合的基本策略。
- 最后你会充满信心地学习高级策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章



生活是由一连串关系到风险和收益的决定构成的，投资也是如此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在好评如潮的电影《盖普眼中的世界》中，盖普和他的妻子由他们的房地产经纪人陪同，刚刚看完一栋要出售的房子。当他们站在院子的前面，争论着是否要对这栋房子进行投标时，一架小型飞机坠毁并砸穿了屋顶。看着挂在屋顶上冒着浓烟的飞机尾部，盖普转向了他的妻子和房地产经纪人，说：

“我们要买下这栋房。亲爱的，另外一架飞机撞上这栋房子的几率可以说是微乎其微了。因为它已经被灾难袭击过一次，所以我们呆在这里会非常安全。”

我们中的绝大部分人从来都没有像盖普一样，面对一个如此戏剧性的风险/回报抉择。也不能像他一样，用这种方式规避风险。如果你已经看过这部电影，你应该还记得盖普的优点——呃，让我们称之为“折中主义”。即使你早年并不奉行“折中主义”，你的人生仍会充满风险/回报。

人天生就会做出一些决定，这存在于你的本能之中。人们都喜欢正面的奖励，对于正面的结果，总是由内而外向往，并且为了得到积极的结果，你会采取某些行动以有助于它的产生，正如你会采取行动去阻止负面结果出现一样。在你所珍视的生命中的每个部分，你无时无刻不是在这样做。

这些与生俱来的行为到底会怎样影响你的投资决定呢？在整个投资过程中，投资组合的总体收益与你所预计的风险总量有关。投资过程就是风险和回报这两种因素的相互转换过程。许多权威人士把它变得更为复杂。事实上，华尔街就是从你觉得投资非常复杂的这种想法中获利。实际上，它应该简单得多。你投资组合的风险是输入，收益是输出。就是这么简单明了。

然而事关整个投资时，普通的个人投资者往往会忽略风险因素的监管，他们只是一味地对相比风险更具诱惑力的姊妹——“收益”过于迷恋。但如果风险是输入，那么你就能够直接控制这一方面。如果收益是输出，那么这是你不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能直接控制的方面。但是，在鸡尾酒会上，当你的朋友描述他的投资组合时，他很有可能会把所有的焦点集中在投资组合的收益上，而不是风险。大部分的散户甚至不能描绘出他的投资组合内的风险，更不要谈什么风险控制了。当被要求描述他们自己的投资方法时，投资者却不能聚焦于他们能够控制的因素上，这是不是有点奇怪？

让我们给散户看看上述疑问所带来的好处。假设他把焦点放在收益上，这是因为输出是他投资的目的所在。投资者想要他的金钱增加，所以为了得到收益，甘于冒险。收益创造财富，使投资者实现他的人生目标，比如孩子们的教育、退休之后舒适的生活。所以，我们来稍微改变一下这个实验，问问你的朋友，关于他的投资组合内存在的风险。十分有可能，整个讨论过程会和鸡尾酒会上的谈话一样。刚开始，你的朋友会简单粗略地谈谈风险，但是话题会逐渐转向收益，因为他认为这两者是可以互换的。

为什么投资者会认为风险和收益是可交换的呢？因为，金钱是具有强大威力的驱动器，在这种情况下，它会使得投资者放松警惕，用让人愉悦的收益代替令人讨厌的风险。让我们正视这个问题——收益只是更具诱惑力的“姊妹”，相对风险，其易于理解，更易于操作。你要么赚到钱，要么赚不到钱；收益可以用金额和百分比来衡量。这两种方法都简单易行，连普通的五年级学生都可以搞定。

但当风险出现在具体的投资之中时，就不是那么容易测量或理解了。以最平常的风险度量标准——标准差为例。直到高中的数学课上你才学到标准差，但是你在五年级的时候就学会了百分比和比率。当它出现在交易中时，关于风险的术语听起来足够可怕，但是不一定很难懂。当你读完了这本书，你就能轻松自如地描述投资组合内的风险了，一如你描绘收益一样。相信我！

让我们来看一个在日常生活中常出现的例子——风险收益决策。我们使用一个与每个人都相关的例子，它是动态的，需要仔细地分析。然后，当你经过了下面这一深思熟虑的过程后，我们会稍微改变风险/收益范例。

例：我应该换一份工作吗？

似乎所有的人都会纠结于这一个问题，这是你做出的重大决定之一。事实上，我们经常可以看到，当人们考虑这个问题时，通常会列出一大摞的优缺点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





优缺点清单是文字化的风险/收益的体现。

你以前肯定看过类似的清单。它们通常包含以下因素：

- 更高/更低的回报或者收益；
- 改变事业领域；
- 新环境的挑战；
- 更短/更远的通勤距离；
- 讨厌/喜欢我现在的工作；
- 这个产业很有吸引力/无趣。

我们可以永无止境地列举下去。但是当同时考虑这些决定时，会形成一个动态的决定过程——做出每一个决定都需要多重考虑。当你换一份工作时，你的生活也随之改变。这不是一个可以草率做出的决定。

当做出投资决定时，难道每一个投资决定都必须那么复杂吗？当然不是，如果每一个投资决定都这么费时耗力，你就几乎不能做其他的任何一件事情了。这就意味着你要在痛苦的决策中苦苦挣扎，才能费尽心思成为高效率的投资者。

但现在如果我们要告诉你：成为一名个人投资者，投资组合的决定过程只需像考虑换工作那样就行了，你会怎么想？面对换工作的压力和可以预见到的风险，你深思熟虑，一丝不苟地分析风险和回报这两个因素。这种深思熟虑是作为一名成功投资者的必备素质——在股票和市场中做出的决定能带来突出的业绩。

这是一个令人畏惧的任务，但不要苦恼。《对冲：掌握五大铁律实现稳定盈利》不相信这样的全方位思考可以很容易地持续重复。事实上，我们认为这毫无可能。因此，在这本书中，我们不是教你如何做事无巨细的思考分析，而是教会你怎样通过对冲，改变你的这场投资竞赛。整个投资过程都是关于风险和收益，因此我们需要改变风险/收益竞赛的规则，进而改变整个竞赛。

让我们再一次回到“换工作”这个例子。把这个例子倒过来看看，分析风险/收益过程是怎样被改变的。假设有人为你提供了一份新的工作机会，你也很想得到它，但是你仍有些许顾虑。所有的顾虑都是关于这样一个事实：你现在正从事的工作，尽管不是那么理想，但是也不差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又假设你未来的老板和现在的老板坐在一起。他们提供给你一个机会，你可以购买一个带有“选择权”的新劳动合同。这意味着：在你投入新工作的前九十天内，如果你不喜欢你的新工作或者新老板。你可以执行合同内的“选择权”，你可以无条件地重新回到原来的工作环境中去，做同样的工作，拿同样的薪水，为同样的老板服务，他们仍然热情欢迎你回来。

显而易见，这种合同不可能存在。但是这种选择权条款难道不是完全改变了选择工作决策的过程吗？如果知道还有可能回到原来的工作岗位，你还会陷入如此艰难痛苦的决策中吗？如果因错误决定导致的风险能因为拥有选择权而避免，我们还会为这一过程投入太多的精力吗？进而你思考分析换工作的好与坏也会被进一步转化为思考那份带有“选择权”的新劳动合同和臆想中的“好与坏”之间的权衡。

整个交易过程都将会改变！风险/收益动态过程会变化。整个投资竞赛将会有天翻地覆的变化。事实上，你衡量风险的标准也将随之改变。风险损失会因为付出在这个带有“选择权”的劳动合同上的成本而得到控制。你能想象到这样一种产品吗？

在投资的世界里，你根本就不用去想象，因为它已经存在了。它被称为衍生产品，它在市场上常被散户当作非常实用的工具来使用。衍生产品的出现为投资者对冲头寸提供了可能性。这些衍生产品可以被用来在下跌的行情中提供保护，并且可以将风险控制在一个特定可控的金额范围内。

对冲你的投资也就改变了你在投资组合中度量风险的方式。它简化了过程。一旦你进行了对冲，你就进行了风险控制！记住：风险是输入！你创建的投资组合对能遇到的最严重下跌已经有所准备。所以，当度量风险时，你总是可以使用最简单的测量方式——在最糟糕的情况下你可能损失的资金总额。这不是唯一的风险度量标准，这甚至不是你在这本书中学到的唯一方法。但是，知道你可以依靠一个定义完善的风险标准，同时知道自己已经控制了投资组合中唯一能控制的输入，这也是令人欣慰的。

构建完美的投资组合能让人感到愉快。如果说愉快是一种情绪，那么，根据它的定义，这种情绪可以给人以动力。情绪在整个投资过程中扮演着重要角色。金钱也是具备情绪的——主要是因为创建财富的能力驱动着实现长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期目标的能力。这些目标总是消耗着我们的精力，因此我们总是对自己的钱存有情绪。此外，引申开来，我们对用财富去投资也存有情绪。

然而，情绪对投资组合的负面影响多于正面影响。要想成为一位高效率的投资者，控制情绪的能力和减少它的负面影响的能力是两项关键因素。幸运的是，对冲终止了情绪对投资产生的不利影响。在下一章中，我们将详细讲解。

章节重点

- 我们控制投资组合内的风险是因为它是我们的输入。
- 投资组合内的收益是输出。
- 想成为一名高效率的投资者，你必须学会同时度量风险和收益。
- 对冲为你的投资组合控制风险，并且使量化风险变得简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章



情绪是敌人，请远离它

“你在哭吗？不许在这儿哭！棒球比赛不相信眼泪！”

——吉米·杜甘，罗克福德蜜桃棒球队教练

选自1992年电影《红粉联盟》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你是否在做一个十分重要的决定之前思考过：如果我能让我的情绪控制我的思想，我敢打赌我会是一位更好的决策者？这是绝对不可能的，没有人会把放任感情和做出深思熟虑的决定这两者结合起来。但是，情绪通常深藏在你的潜意识里，换句话说，情绪总是在你不自觉的情况下，影响着你的决定。

情绪对你要做的每一个重要决定都有影响。许多人可能在控制情绪这一方面做得很好，但是没有人能真正摆脱其影响。为什么呢？因为如果有些事情对你真的很重要，就一定有它之所以重要的原因，这些原因可能是发自内心的，可能是本能的，甚至可能是原始的。它对你很有意义，因为你能从中收获潜在的利益。这些好处可能是你想获得的或者是想避免的某些事情，但是利益是真实的——你的大脑期望得到它。

如果这关系到你，你又凭什么断定情绪在其中没有发挥作用呢？在投资的世界中，获得的收益和避免的损失都是以美元来计算。当然，美元对每个人来说都很重要。它是我们每天的流通货币，它提供了我们的基本需要：食物，水，住所。因此我们说，金钱驱使情绪，拥有财富和货币是人们为他们自己或者家庭计划重要活动的先决条件。因此，我们得出结论：获得或者损失钱财能够影响情绪，因为这会让你感到成功或者失败。别紧张，这个结论里并没有惊天动地的原理。在你开始读这本书之前，你其实早已明白。

但是你知道吗？获得收益或者蒙受损失导致你的金钱增加或减少，这并不只是一个简单的逻辑性结论，它们也是源自内心的原始感情。当你赢了钱，就像抽中彩票或者打赢扑克，你感觉很兴奋，这种兴奋程度因为安多芬的释放而进一步得到提高。这种化学成分的释放让你获得的良好感觉持续更长时间，这就是为什么你听说过这样一句俗语：捡来的钱比赚来的钱好，这源于安多芬的释放。

因此，收获意外之财而释放的化学成分给人带来了更加兴奋的情绪。但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果是损失钱财呢？这种情绪将会变得更加强烈。我们通过研究证实：从心理学上面讲，损失比收益带来的情绪波动起伏更大。因此相比获得收益而言，人们更趋向于规避损失。这一概念被称为“厌恶损失感”。这是股票市场上最具威力的因素之一，非常具有破坏性，通常会导致你做出过激的投资决定，因而破坏投资组合的价值。

如果你不相信“厌恶损失感”的存在，或者不相信它所具有的强大威力，那么让我们来看看关于“厌恶损失感”的一个有趣研究，它与美国职业高尔夫球巡回赛的选手有关。最近在莫斯科威茨（Moskowize）和维特海姆（Wertheim）所著的畅销书《得分王》中，两位沃顿商学院的教授，德温·波普（Devin Pope）和莫里斯·史怀哲（Maurice Schweitzer）详细统计了从2004年到2009年间举行的超过230次锦标赛中，421名高尔夫球手的击球入洞结果。超过250万个推杆是激光测量的，以便进行精确研究。这项研究分析了整个美国职业高尔夫球界打出小鸟球、标准杆和超过标准杆数一杆时，几乎完全一致的推杆成功率。

每一洞都有一个标准杆数，标准杆数是指高尔夫球手将球击入洞中预计所需的杆数。小鸟球意味着你在这一洞的比赛中击球数入洞的挥杆数低于标准杆数一杆。多于标准杆数一杆，就是指高尔夫球手在比赛时多于标准杆数一杆将球击入洞中。

当然，高尔夫球手希望每一洞都能用尽量少的杆数，这样在完成十八个球洞的比赛时才可能有最低的总杆数。最后也是最关键的分数就是完成十八洞后的总杆数。在一个球洞上打出标准杆、小鸟球或者超出标准杆数一杆并不能决定谁是最终的胜者，只有最终的总分才是关键所在。

推杆通常是高尔夫球手对每一洞的最后动作。当高尔夫球停在果岭上时，高尔夫球手就用推杆将小球推入洞中。击入洞所用杆数就是他在这个球洞上面的得分数。在果岭上的每一次击球算做这个球洞的额外击球数，因此，总数上多一次。

因此，击球是每一洞的最后动作。记住，每次推杆就算一次击球数。记住，你想要最少的推杆数来尽量保持你总杆数的最低。记住，谁18个球洞所用的总杆数最低，谁就是赢家。记住，在一个球洞上，打出标准杆、小鸟球或者多于标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准杆数—杆并不能决定谁是最终的胜者。记住！

你也许会觉得每一次相同的推杆，不论是击打出小鸟球，还是标准杆，都最好有相同的成功率，但是你的估计也许错了。实质上，职业高尔夫球手打出标准杆可能比打出小鸟球更在行，即便是当你将这些场景标准化，以便比较相同推杆和相同环境下的情况。

为什么呢？因为美国职业高尔夫球手面临“厌恶损失感”的心理影响。当他们有机会打出一个小鸟球时，他们这时会相信，自己已经避免了打出很差杆数的可能，所以在推杆时也就不那么小心翼翼了。结果是，就算有打出小鸟球的机会，他们一般也会选择将球推到离洞口更近的地方。但是，当他们站在相同的位置去击打一次标准杆时，与击打小鸟球相比，他们常常会击球入洞，并且此时他们的注意力必须更加集中，推杆也更加大胆。他们实际上不可能选择击打小鸟球时的击球策略，即将球推到距离洞口更近的地方，此时，推杆就是要进球！高于标准杆就意味着差的成绩。所以高尔夫球手在推杆时格外小心。

但是，职业的高尔夫球手知道每一次击球，不管是打出小鸟球还是标准杆，在积分卡上都是一样的。的确，职业的高尔夫球手知道每一杆的重要性，但是数据表明情况根本不是这样。他们会让“厌恶损失感”插上了一脚。显而易见，如果他们能客观地看待每一次击球，那么他们会平等地对待它们。更为惊奇的是，在美国职业高尔夫球协会，在普通的锦标赛上，一次击球的改进将会平均多挣到一万多美元。你能够想象吗？一次击球值一万美元，但是高尔夫球手仍然不能平等地认真对待每一次击球。

相比在其他领域，人们在投资领域对“厌恶损失感”进行了更加广泛的研究。即使是完全一样的金额，投资组合的亏损也要比获利更加让人难过。就是因为这种感觉，当投资者让“厌恶损失感”占领头脑，进而影响投资决定时，他可能会犯下严重的错误。投资者犯下的最大错误就是认为只要股票还没有抛掉，那么就避免了损失。投资者因此错误地认为，他还没有让损失变为现实。

这就是“厌恶损失感”造成错觉的地方。如果你花费了50000美元购买了一种股票，三个月后，它的价值变成了25000美元，你已经遭受了损失，即使你没有卖掉股票，但是损失是真实的——它仅仅是没有被“实现”而已。在这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业，这种情况被称为“套牢”。

许多投资者抱着这贬值了的25000美元的股票不放，希望会出现反弹。但大部分情况是，股票价值仍会持续下跌，投资者会损失更多。“厌恶损失感”还会产生许多不合逻辑的行为。“厌恶损失感”是一种心理反应，但科学家们还是不能确定为什么几乎每一个投资者都会受到它的影响。某些社会行为和我们的价值系统使我们优先考虑规避损失而不是获取利益。谁会知道原因呢？可能这是化学反应。可能“厌恶损失感”已经在我们心中根深蒂固。不管是什么原因，要想成为一位成功的投资者，你需要找到一种方法对其进行抑制。

对冲是对付“厌恶损失感”的良方。这种方法并不是直接作用于产生“厌恶损失感”的原因，而是作用于它的症状。根治“厌恶损失感”是毫无可能的，因为“厌恶损失感”已经深深植入于你的脑海深处，但是有效的对冲控制了投资组合内的潜在风险，这样就创造了下跌时的保护措施——意味着你不必面对损失时踌躇不前，因为你已经限制了损失。

但是我们也不能过分强调对冲带来的好处。在影响你的投资组合获得成功这一方面，“厌恶损失感”是最具威力的障碍之一。对冲能够作用于“厌恶损失感”的症状。因此，通过对冲，你能够超过其他的投资者，因为你能够降低甚至消除“厌恶损失感”给你的投资组合带来的负面影响，但是它是怎样发挥作用的呢？

当通过买进和对冲的方式进行交易时，对冲为你的投资组合在遭遇下跌时创造了一个保护层。每一项投资的潜在最大化损失能够确定下来并且得到控制，因此你根本不可能被一只从50000美元直降至25000美元的垃圾股套住。如果你做出了一个非常糟糕的投资决定，开始有所损失，你的损失会停留在一个预先设定好的水平。该水平是根据你对风险的承受程度和对这项投资的预期而设定的。

对冲所带来的好处不难想象。当其他的投资者被市场波动和最终导致的“厌恶损失感”折磨时，你的投资组合却更加稳定。你的损失得到了控制。就算你的投资组合与其他人的一样，你也会因为对冲的存在而不会遭受损失，这意味着急剧下跌带来的亏损，只能更少地产生“厌恶损失感”。如果无须踌躇于损失，那么你就不会受到思考过程中浮现出的“厌恶损失感”所带来的感情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



折磨的影响。

对冲就是建立风险可控的投资组合，同时也会降低波动。对冲基金最近给对冲带来了不好的名声。为什么呢？因为现在的许多对冲基金是极具风险的投资工具，而不是控制风险的工具。现在2%～20%的对冲基金管理费安排，鼓励了对冲基金管理人员的风险行为，因为他们分得了总利润的20%。这些管理人员会孤注一掷或者进行内幕交易，因为他们受到的利益激励太强烈了。

对冲基金行业在20世纪早期建立时，并没有这么大的风险。就像它们的名字一样——对冲基金是进行对冲的！多么新奇的一个概念！根据今天这个产业的运行情况，术语“对冲基金”有些用词不当。单词“对冲”意味着减少风险，处在这个领域中的投资者似乎并没有意识到。

不要让单词“对冲”迷惑了你。对冲只是一种技术，一个工具——如果你想运用它的话，但这是一件威力强大的工具。情绪会带给投资组合毁灭性的影响，尤其是当它以“厌恶损失感”的形式展现出来时。对冲降低了损失的可能性，减少了对投资组合的情绪影响。你无法根除情绪对于投资的影响，这是不可能的。但是你可以通过对冲来控制其带来的不良影响。

章节重点

- 情绪往往会给你的投资组合带来破坏性的影响。
- “厌恶损失感”是最具破坏性的一种力量。这表现在相比于获取收益，你更倾向于为避免损失而采取行动，因为损失具有让你感觉糟透了的巨大力量。
- 对冲能够为你带来心灵上的慰藉：因为它能降低“厌恶损失感”影响你投资决策的可能性。
- 对冲基金口碑不好是因为他们没有“对冲”，不要因为这个影响你使用对冲的方式投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章



不要忘记了为什么你要投资

“你究竟要多少艘游艇拖着你划水？你要赚多少钱才满足？”

——巴德·福克斯对戈登·盖柯说道。

选自1987年备受好评的电影《华尔街》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们认为有必要继续使用电影台词，用《华尔街》中的一句岂不更好？

每个人都会因为某种原因进行投资。这些原因大多都是生活目标，比如说退休，第二幢房子，或者梦想的假期。或许你的退休生活包含豪华游艇后面的滑水运动，更有可能，它只是包含一些更为简单的目的，但不管怎样，这个目标很可能是一个长期目标，你的资产增长必须为你提供你所需的购买力以实现你的目标。

因此，我们十分赞同这种说法：投资是一种极其有效的目标实现方式。但是千万不要忘了：投资本身并不是目的。对于许多交易者来说，投资可能只是为了从中获得乐趣，但是对于有些来说，投资则并不是一件令人轻松的事情。投资不是目的，最终目的是实现你的人生目标。

人生目标的实现通常需要长时间的不懈努力。对于百分之九十的投资者来说，他们想要实现的目标至少在十年之后，对于某些人来说，甚至是二十年后的事情了。为了你自己能够在遥远的未来用上这部分资金，那么资金首先就要保存在那里。因此，保存资金成为实现你目标的关键所在，资金失去了也就不能获得增长，也就谈不上在需要的时候使用了。

但是投资者总是忘了两个关键的因素：

- 你的目标是长期目标；
- 你必须保存你的资本。

让我们来看看为什么投资者总是对这些最显而易见的事实视而不见。

要有长期投资的眼界

拥有长期目标的交易者总是以短期交易的方式进行投资，他们倾向于在非常短的周转时间内频繁地买进和卖出投资项目，即使他们本想对其进行长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



持有。产生这种不一致的主要原因是他们过度关注他们的投资组合。散户们倾向于过度频繁紧密地分析和追踪投资组合的市场绩效，这种行为导致了投资者的心理状况会因为一点点收益或者损失而急剧变化，特别是遭受损失时。当对投资组合投入如此多精力时，交易者的投资组合周转率也自然提高。当面临很多数据时，人类本性倾向于采取行动，尽管这些数据只是轻微地起伏变化。

当你是一个着眼于远期目标的投资者时，你的投资时限应该和长期目标一致，所以，你得好好考虑长期交易，考虑那些你可以舒舒服服地持有一到三年或是更长时间的投资。你预期的持有时间最少应该是六个月。

同样重要的还有：当你已经进行了一项投资之后，不要过度监管头寸。你应该深入了解你所拥有的，应该监测你的投资组合价值。但是请记住：现在你是一位买进和对冲的实践者。你将会在这本书的后面章节中学习到，作为这样的一位投资者，你应该掌握的两点关键知识：

- 对冲会在长期投资而不是短期投资情况下表现出色。
- 构建良好的对冲投资组合能够降低波动，因此每天监管你的投资组合并没有必要。

保存你的本金

投资者倾向于低估的第二个问题是保存自己的投资本金。对冲是一项防御性的战略。实施对冲战略的投资者明确地了解风险和波动率对他们投资组合的影响，但是只有少于1%的散户会有目的地构建对冲组合。几乎所有的散户都渴求对亏损保护，对冲就为投资组合建造了这个保护层，所以说任何进行对冲的人都能为保存资金提供良好的基础。

但是很多散户没能成功地部署任何有效防御措施，似乎这些普通的散户就像足球俱乐部的主教练，仅仅关注攻击性的球员和战术，而往往忽视了防御性的教练和球员。这种只关注攻击性行为而毫不考虑防守行为的方式是散户进行投资时的常见弊病。根据我的经验判断，这种投资者可以获得短暂成功，但是长期的资产增长却似雾里看花。

凭心而论，对于散户来说，构建防御性的投资组合并非易事。在过去的十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年时间内，可以用于构建对冲投资组合的产品数量显著增加，并且每年这类产品和工具都在不停地改进。比如说期权，并不能在某个特定的经纪商那里进行投资，我们的这个交易产业甚至要求散户在被允许使用这些产品之前，必须事先了解这些投资工具的相关知识。这里的确存在一些天然的阻碍，但是当你读完这本书后，你就会懂得怎样构建个性化的防御性投资组合。

对于散户们来说，如果怀疑构建防御性的投资组合是否真的能为你带来收益，那么可以看一看美国贸易控股公司（TDA）2010年关于客户投资表现的研究。美国贸易控股公司选择了两组客户：一组是投资组合市场绩效最好的，另一组则是市场绩效最差的。然后公司对两个小组进行了人口学统计和行为特征的鉴定。如果进行得顺利，组织者希望找到能够预测交易者成功的因素，以此来帮助他们成为更为成功的投资者。

调查硕果累累，这些交易者在每一项关键人口属性方面几乎完全相同：

- 几乎相同的平均年龄；
- 相同的平均财富；
- 相同的平均教育水平；
- 几乎相同的平均投资经历。

这些交易者在每一项关键的行为特征方面也几乎完全相同：

- 两组每年都有相同的平均交易数量；
- 两组都运用相同的投资类型（比如说证券和共同基金）；
- 两组有相同的联机操作频率；
- 两组的投资平均持有时间相似。

但是这两组在一个重要的方面有所区别：成功投资者在他们的投资组合中运用了保护措施，表现最差的那组则没有。最优表现组倾向于在他们的投资组合中使用止损单，限价止损单，一同或单独使用期权来创造损失保护，这是一个重大发现。成功的投资者花费时间和精力去考虑可能出现在他们的头寸中的最糟糕情况，并且为它们构建保护，而失败的投资者在其他方面都和这些成功者表现一样，仅仅缺少了建立保护这一步。

这项研究中取得的发现举足轻重。虽然你还不能因此得出结论：在你的投资组合中构建头寸保护就一定能使你变为一位成功的投资人，但事实是最成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资者和最失败的投资者之间唯一的差别就只是在这一个方面，因此，可能你会猜测是不是成功者领悟到了一些失败者没能领悟到的东西。

仅仅这一项研究并不能给你这样的结论：建造投资组合保护层会使你成为一位更好的长期交易投资者，但是这本书的作者们通过自身独立的研究和经历，证明出这项重要的结论的正确性。从第五章到第九章，我们通过定性和定量的研究方式，揭示这个结论之所以正确的原因。

为了更好地理解这项结论，你首先需要更好地了解市场，所以让我们在下一章从市场开始讲起。

章节重点

- 需要长期资金支持的生活目标通常是长期目标。因此，根据你的生活目标调整投资时间跨度很重要。
- 损失的那部分资金是不能获得增长的。
- 对散户进行研究得出的结论：最成功的投资者倾向于使用投资组合保护技巧，最失败的投资者则不使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章



投资游戏并没有被操控，但是……

约翰·纳什："在竞争中总有人要输的。"

查尔斯："好吧，我的侄女知道这个，约翰，并且她对此很清楚。"

——选自2001年的奥斯卡最佳影片《美丽心灵》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



毫无疑问，投资是一项竞争。当你忽视这个事实时，就会把你的投资组合置于危险之地。任何一位买家都对应了一位卖家，许多投资者都相信市场中总会有赢家和输家。许多市场权威人士觉得这个观点有些愤世嫉俗，但本书的作者并不觉得，买进和对冲的理论相信市场只会无情地对待毫无准备的人。

华尔街的金融公司花费数以亿计的资金用于市场数据的技术处理，在处理数据和执行交易的技术上面，这些公司愿意花更多的钱，对于能给他们带来市场先机的系统，这些公司更是不惜血本。聪明的散户知道自己与这些华尔街内外的金融机构相比，本身就不占先机，这些公司拥有更多的信息，而且更加重视信息的细节，他们甚至有渠道得到那些散户们不可能得到的信息。

关于市场的这些事实看起来似乎使人畏惧：

- 它是竞争性的；
- 散户们远不如华尔街的金融公司那么财大气粗；
- 华尔街金融公司有机会得到更多的信息。

在实际生活中，这些因素实际上也能够为散户们服务。市场中，机构投资者的数量激增，创造了非常大的交易量。增加的交易量让市场颇具效率，这就会进一步帮助了散户们发现价格的变化，进而能更好地执行交易。

如图4.1所示，机构交易者占有美国证券总交易量的绝大部分。所有的交易额中接近97%都被这些机构投资者占据，剩下的3%留给了散户。对于投资者来说，这是一个好消息。这就意味着大多数已经做出的交易实际上都发生在任意两个机构之间。这些公司聘请以赚取利润为生的管理者和经纪人，没有一个机构希望钱财流失，这些雇员只有一张报告单需要提交：投资收益。赚钱，不然丢掉饭碗，结果就是他们彼此间保持诚信，这种彼此间的信任创造了有序而又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富有流动性的市场。

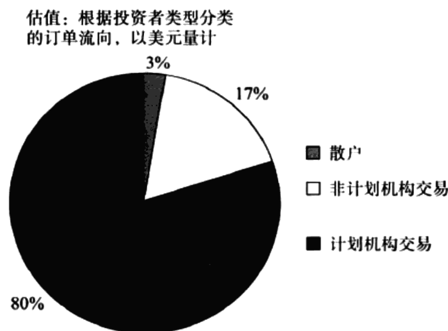


图4.1 订单流向：散户和机构投资者

散户们从机构构建的市场效率中受益。事实上，许多这样的机构就是市场的创造者，他们被要求按照市场价格向小的交易者买进和卖出某些证券。这些小交易者的要求被称为自动填充订单。绝大部分散户交易就是这些小型交易。许多在线经纪公司，像美国贸易控股公司，他们代表散户交易者与市场中的其他交易者协调这些自动填充订单。因此，即使机构拥有信息和资金优势，至少还是有人为你守望。

因此，市场并没有被操纵用来对抗散户，但是它也并没有被设定成专为散户们服务，但是散户们能从这个事实中获取慰藉：市场因为强大的机构而保持高效率，这些强大的机构创造了市场并发现价格。如果市场只是稍稍地表现出定价的迟缓，你可以放心，一个机构将会进入并充分利用这一低效率的市场定价，并乐于通过这种价格差来获取利润。与此同时，他们的行为使市场重新返回到均衡和有效有序的状态。

因机构的支持而变得有效的市场，会产生了这样一个结果：散户们能够重新回到这个市场中，充满信心地再一次开始构建投资组合并进行交易。

你应该还留有这样的印象：所有的机构都是“精明的投资者”，这句话指的是在进行投资时，那些能够做出最佳决策的机构，但同时也有大量的机构投资者退出投资市场，金融机构的规模大，并不意味着它就是“精明的投资者”，它仅仅意味着这家公司非常有钱，技术研发上花了大笔的金钱，而且比普通的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





投资者掌握了更多的信息，但这并不意味这些机构做出了最巧妙的决定。有一个成功的机构也很可能意味着同时有两家为了保证投资策略有效而苦苦挣扎的公司。

经过多年的实践，作者见证了许多机构制订的投资策略，并且我们在投资组合中运用到其中的一些。我们已经发现了三种策略，当它们组合在一起使用时，能够为长期投资组合带来令人意想不到的好处。

- 价格相关指数化；
- 资产类别分配；
- 防御性对冲。

在过去的十年时间里，这些策略中的每一条都见证了混合使用后的结果。大型机构——有的资产甚至达到数万亿美元，经常运用这些策略。这些策略没有一个是新的，它们都被试验过，并且证明是正确的。在同一个投资组合将三者结合使用时，才能体现其真正的威力。

指数化

在过去的十至二十年里，这项策略给了投资者真正的动力。进行指数化的投资者试着模拟大盘或板块指数的市场情形。投资者并不是想超越市场绩效，他仅仅是希望自己的投资以尽量低的成本与市场的绩效同步。许多基金管理公司已经创造出了交易型开放式指数证券，用来追踪大型指数的市场绩效。这些证券被称为ETFs（交易所交易基金）。交易所交易基金增加了基金的流动性，并且所需的成本非常低。

指数化是作者最喜欢的一种投资策略。它低成本，低税收（因为它的换手率较低），但在过去的十年里，指数化并没有跟上通货膨胀的步伐。过去十年的主要指数表现都很平淡，唯一的收入来源于股息。因此，为了达到我们想要的收益标准，我们需要将指数化和其他策略共同使用。

资产类别分配

财务顾问向他们的委托人最常推荐的就是资产类别分配策略。为了达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想要的分配方式，这条建议通常包括一系列的共同基金或者交易所交易基金。资产类别是完全不同的投资类型。最让人熟知的是股本（也被称为股票），固定收入（又被称为债券）和现金等价物。许多资产分类计划同样认为不动产和有价值的物品是附加资产类型。

资产类别分配根据交易者自身的风险偏好在不同的资产类型中设计相应的投资理念，然后再进行交易。在交易者的风险偏好中，财务顾问选择合适的配置来最大化收益。通常这些资产类别拥有不同的风险/收益预期，并且在市场上以独立于其他类别的形式表现出来。当它们在同一投资组合内组合使用时，投资类别倾向于自动抵消彼此带来的影响。这种策略已经存在了超过50年，我们通常称之为现代证券组合投资理论。

当散户们执行这项策略时，执行成本真的很低。低换手率使得低税负得以实现，但是这项策略在过去十年中的表现，只比市场绩效稍微好一点点。最有竞争力，但同时也最具有风险的资产配置策略产生的平均年度收益在3%到4%之间，但是就像指数化，如果仅仅是作为一项策略，资产类别分配还不能够满足投资者的获利需求。

防御型对冲

对冲为你的投资或者投资组合提供保护。投资者可以通过购买头寸达到这个目标，即别的头寸价值下降时，你的头寸价值上升。设计这种投资组合并投资要求你本身具有一定知识和实践。这本书将会很详细地讲解这个过程。

注意：这项策略被称为防御型对冲，而不止对冲那么简单。对冲基金行业模糊了单词“对冲”的定义。结果，为这项策略找到更为合适的代名词不再容易，但是，我们却把这项策略运用得非常成功。假设在2008年，一位投资者为每一项投资建立防御性对冲，很显然，这位投资者就能够避免此次75年以来最严重的金融危机。在这么严峻的情况下，对你的投资组合做的这个小小举动能给你带来如同跑赢市场大盘般的收益。

但是在长时间持续上升趋势的市场上，防御型对冲会减少投资者的整体收益。换句话说，对冲需要成本，就像业主保险一样。如果你期待某人能够为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你弥补损失，你需要一直向他支付期权费。对冲策略不能赢过市场本身，它必须和高明的投资组合管理技术结合起来使用才行。

注意！对冲成本是实实在在的，而且对冲会出现高于平均水平的换手率。因此我们应对税负加以管理，就因为实施对冲行为需要一定的花费，投资者才需要想办法弥补这种花费。在这本书中，我们也会教读者怎样控制对冲成本和税金。

这本书联合这三项策略，教会你怎样构建和管理自己的投资组合。这三种策略组合起来就是买进与对冲。如何才能知道这些策略组合使用时仍然有效？嗯，实践证明它们能为我们服务，就是因为在过去三年多的时间里，这些策略组合为投资者带来了一笔笔可观的收益，这本书才得以出版。自2008年初，我们根据买进和对冲的"哲学原理"管理我们自己的一套投资组合，这项投资组合的市场绩效能够在下列网站上看到：http://www.BuyAndHedge.com/Performance。

但最重要的是，在世界上最大的在线经纪公司里，通过多年为散户们构建投资工具，我们俩从中学到了许多重要的知识。这些知识影响了我们做出的结论以及买进和对冲策略的整体设计，这些知识就是投资的恒定规律。它们描绘了投资者想要获得成功所必须面对的一些情况，它们是你所无法回避的。第二部分，"投资的恒定规律"将集中探讨这些规律，当投资者能真正懂得这些规律时，买进和对冲的力量就显而易见了。

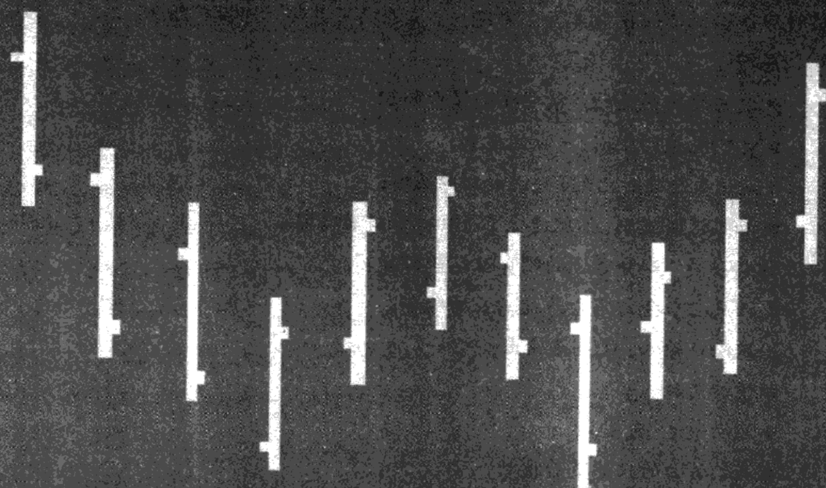
章节重点

- 市场因为机构而变得有效——足够有效，以至于对于散户来说，他们能够自信地使用高级期权策略进行投资。
- 当组合使用指数，资产类别分配和防御型对冲时，它们能够创造出一种策略，我们称之为"买进和对冲"。
- 能够懂得投资恒定规律的投资者同时也会懂得买进和对冲成功的原因所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

投资的恒定规律



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每一本公开出版的关于投资的书籍都是根据作者亲身经历编著的。但是最好的自学类投资书籍有效地传递了作者从其自身经历中学到的重要知识。作者因为这些重要知识而有感而发，因而组句成篇。本书作者也不例外，除了我们的知识比其他的作者更为常识化。

在这家世界最大的在线经纪公司里，我们这两位作者花费了超过十年的时间构建和买进在线交易工具，这些工具对于散户们十分有用。许多散户肯定用过或者见过作者们构建或者发布的工具。在使用这些工具的过程中，我们已经试过许多投资和交易策略，有些有用，也有很多毫无价值。更重要的是，我们开发了这本书中的关键理论。事实上，不仅仅是说买进和对冲投资策略被这些理论影响着，它也是从这些理论中衍生而来的！

这些重要知识就是投资的恒定法则，当你是一位进行零散交易的投资者时，你不可避免地要运用到这些规律，它能影响到每一位投资者，忽略这些法则无异于自找苦吃。我们学到了这些知识，并且在交易中时刻把它们作为决策的先决条件。还有很多知识是从我们的客户那里获得的。为了获得其中某些知识，我们甚至交了高昂的“学费”。

你需要意识到的最重要一点就是：这些规律是买进和对冲投资策略的基础。解释完这些规律之后，我们在下一章中接着介绍买进和对冲的五大铁律。严格遵守这些规律的投资者将会构建一个专业的买进和对冲投资组合。

总结

- 这些规律定义的是最重要的投资知识；
- 这些规律衍生出了一系列规则；
- 这一系列规则定义了买进和对冲策略；
- 依照这些规则，你就走上了通往投资成功之路。

你将在第二部分学到的投资恒定规律是：

- 损失的本金是不能持续增长的本金；
- 风险是输入，收益是输出；
- 情绪是敌人；
- 波动率是“氪星石”；
- 我们关心的只是税后收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章



损失的本金是不能持续增长的本金

"说呀！说呀！说，'我丢了救命钱。'快呀，快说！"

——大卫·霍华德。

选自1985年电影《美国之旅》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



乍一看，第一条投资的恒定规律可能有些微不足道。毕竟，这是对显而易见的事的盲目一瞥（英文“a blinding glimpse of the obvious”，缩写“BGOTO”，发音“buh-GO-tuh”）。但是，当你考虑这些时，难道你不觉得所有最具威力的法则都简明扼要？汝不可偷盗，汝不可谋杀。这些《圣经》中的法则全部简单，明了，直观，精练！

“损失的本金是不能持续增长的本金”是能驱动买进和对冲策略的最重要的一条规则。对冲是一种在投资组合或者头寸中，为避免出现重大损失而建立保护的行为。对冲使投资者远离潜在的重大损失，正因为这条规则，对冲才变得如此重要。我们很难克服资本损失。遭受过巨大损失的投资组合必须克服这种情况才能重新回到赢亏平衡状态。没有人进行投资是为了保本，我们投资是为了赢利，并为实现未来的愿望打下资金基础。

对资本的投资只有一个目的：增长。伴随交易的是与生俱来的风险，作为交换，你希望能从中获取相应的收益。随着时间的推移，这种建立在复利基础上的增长可以积累成巨大的规模。当增长建立在增长之上时，我们就称这种现象为“复利”。复利增长在投资领域是最具威力的，但是不要仅仅听我们的一面之词，我们来听听沃伦·巴菲特（Warren Buffet）是怎么说的：“我的财富源自在美国生活种种际遇的综合，一些幸运的基因，还有一些是因为复利。”

只有当收益为正时，投资组合才能通过复利得到增值，负收益来源于损失，因此，这条规则就是损失的本金也就丧失了增长的可能。如果投资者能够保护他的资金，他就有机会见识到复利的强大威力。没有正收益，投资组合永远无法为他的长远目标筹措足够的资金。

如此一来，难道说投资的关键就是不能损失一毫一厘？这未免看起来太过简单，事实可能比它表现出来的状态更为复杂。这本书就是要告诉你在市场上该如何做，亏损的风险在市场中是无法避免的，我们并没有建议你使出浑身

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解数避免一切损失，这是根本不可能实现的目标，并且在我们看来，这种建议会相当不负责任。但是在市场投资组合的大背景下，你必须懂得定期出现并且重复出现的损失带来的影响。

充分懂得这条规则就包括了解这种背景。让我们来进行数理化的分析，试着用一些市场投资例子来解释这一要点。

我们将调查2010年12月31日前十年标准普尔500指数绩效最差的时段，然后我们将调查在标准普尔500指数中，一个被完全投资的投资组合的情况，看看这些时段给它带来了什么影响以及它是如何避开这些最差时段的。

研究#1：避开最糟糕的十天

事实

标准普尔500指数最糟糕的十天的跌幅从-5.22%到-9.84%不等，这十天里面的八天出现在2008年下半年，另外两天分别出现在2009年和2010年。最糟糕十天的跌幅算术平均值为-6.88%。

数据分析

在2001年1月1日对标准普尔500指数投资100000美元，到2010年12月31日这笔钱升值至113692美元。

但是，在2001年1月1日对标准普尔500指数投资100000美元，如果在最差的十天里，没有获利也没有亏损的话，到2010年12月31日这笔钱会升值至232360美元。

结果

如果投资者能够成功避开这十天的损失，投资组合的绩效会大大提升。结果可能是132%总收益，而标准普尔的收益为13%。在这最糟糕十天避免的亏损算术和为-68.8%，但是绩效良好的投资组合盈利甚至会超过119%！

这个结果太能说明问题了！这种出色表现的原因有两个：避免的损失和复利效应。避免的损失，就像你刚才看到的，等于-68.8%。剩下收益的出现是因为复利产生的正面影响。我们保存的资金拥有增长的机会是因为它们全都投入市场了，并且这些市场产生的结果，总的来说，是正面的——尤其是避免了最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

糟糕的十天时。

让我们看看现实情况：成功避开这十天是绝对不可能的。毕竟，我们根本不能预测这十天的到来，这本书没有倡导或者教授日内交易的技巧。我们也没有试着以任何方式预测市场，这个分析只是向你展示市场投资中资金损失带来的破坏性力量。

让我们来调查在相对长的一个时间段内——三个月内损失对投资组合带来的影响。我们不能预测市场里会发生什么，也不能在一天的时间里构建和管理对冲，但是我们能在相对长的一段时间里构建对冲，比如说一个季度，让我们再看看在过去十年里，如果避开最糟糕的季度，我们的市场绩效如何。

研究#2：避开最糟糕的四个季度

事实

四个最糟糕的季度如下：截至2008年12月的季度，截至2008年9月的季度，截至2002年6月的季度和截至2001年9月的季度。这四个季度的平均损失达到-16.5%。

数据分析

在2001年1月1日对标准普尔500指数投资100000美元，到2010年12月31日这笔钱升值至113692美元。

但是，在2001年1月1日对标准普尔500指数投资100000美元，如果在最差的四个季度里，没有获利也没有亏损的话，到2010年12月31日这笔钱会升值至226627美元。

结果

避开这四个最糟糕的季度的投资组合比投资于标准普尔500指数中的投资组合表现要好：前者是+126%的收益，后者是+13%的收益，这四个季度损失的算术和为-66%。再一次，复合提升了整体结果。

我们这两位作者仍然没有试着以任何方式把握市场时机，即便是以季度为基准，多年的经验告诉我们那只是失败者的妄想，相反，我们会把重点集中在资金保存和复利增长带来的好处上面。很明显，如果你能构建减少、降低或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者避免市场损失的投资组合，它将显著获利。在后面章节中，我们将教会你使用一些对冲的技巧。

成功构建对冲的关键是找到一种对冲的技术——通过付出一定的成本而有效地减少损失。要使付出的成本有效，对冲总成本与避免的损失值相比，必须在长期中产生更高的总收益值，这个话题在本书后面的章节中也会详细讲解到。

我们万分希望，你现在能够懂得，在资本投资层面上避免损失产生的收益比单纯避免的损失要带来更多的好处，保存的资金因为复合而得到增长，并且在你的投资组合中增长的速度会超出我们的想象。

章节重点

- 损失的本金没有机会获得增长。
- 复利增长是投资者可以用于其投资组合的最强大力量之一。
- 因为成功避免损失而获得的收益比避免的损失本身要多得多；这也是没有损失的资金通过复利增长获得的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章



买入的是风险，期望的是回报

"如果这不是为敢于冒险的人准备的，那我们在这个世界上又有什么用？"

——选自2010年电影《华尔街：金钱永不眠》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在这条投资的恒定规律中，风险是输入，收益是输出。

为什么资本市场会存在？花点时间好好想想这个问题吧，答案其实很简单。资本市场之所以存在是因为公司能够从新入市的或者早已入市的投资者那里筹措资金。如果公司直接从投资者那里募集资金，我们就称这样的资本市场为一级市场。

公司将这些资金用来做什么呢？在资金市场筹措的专款用途相当广泛！这些资金经常用于业务拓展：新的公司，新的产品研发，新的地域市场，或者新的营销活动；资金的另外一个常见用途是来收购其他企业；有时它们还作为付给早期或者原始投资者的酬金。换句话说，资金从一些投资者那里转手到了另一批投资者手里，同时这些投资者将会得到别的投资者的鼓励和感谢。

在一级市场进行的这些交易有什么共同点呢？把钱投资给这家公司的投资者实际上是购买了这家公司的股票——通过股本或者债务的形式。在二级市场也是同样的道理。作为一位散户，当你在公开市场上购买一个公司的股票或者债券时，就意味着你购买了这家公司股票的所有权。在这种情况下，你是从另外一个股票拥有者，而不是直接从公司购买服权，所以，你现在就拥有了一家公司股票的所有权，即使是很小的一部分。

那么，当你购买了这家公司的股票时，你究竟是买到了什么？我们简单明了地说了，你所购买的都是风险。你可能非常期待回报，但是我还是得告诉你，你买的仅仅是风险，但是请记住，没有风险，就没有回报。所以说，你真正买的就是风险。你必须控制你所购买的和你所卖出的，你买的就是风险。

我们这里所说的“你所购买的全部都是风险”，到底是什么意思呢？好好想想你的处境。你拥有公开交易公司的一小部分股权。作为一位进行零散交易的投资者，你所拥有的股票是极少极少的一部分。结果就是：你根本无法控制这家公司的资源或者营运策略。你的这项投资收益取决于公司的股票或者债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务的绩效，而其绩效也取决于管理人员的经营能力。对于影响执行的任何决定，你都没有发言权。换句话说，你买的仅仅是风险而已。这种风险可能是这家公司的情况总是一团糟，也可能是这个行业的不景气，还有可能是大盘低迷。

一家公司的表现可能超乎寻常，给它的投资者带来意想不到的丰厚回报；也有可能它表现极其糟糕，因而产生不尽如人意的结果；或许它进展缓慢，根本没有带来太多的收益；或者干脆破产了，留下投资者们在破产法庭为争夺剩下的资财打个头破血流。这是四种非常不同的收益情况。当你买进了这些证券，你不知道会发生这四种情况中的哪一种。投资者会假设一种情况的发生，但是不确定是哪一种。证券业并无保证退款这一说法，如果真能保证退款，那就不叫投资了。

当购买了证券，唯一确定的是你购买了风险。证券代表你对一些利益具有所有权，并且这些所有权并没有保证它一定能延续或者能在激烈竞争中生存下来。当进行投资时，投资者购买的是风险，而不是收益。收益是结果，收益可能是正的，负的，也可能为零。收益是一种度量标准，是输出，投资者无法控制收益，他能做的，只是控制风险。

当建立投资组合时，风险是输入。投资者自己可以控制风险，至少在设计投资组合的时候。投资者买进风险，而风险能够通过许多不同的方式度量，风险可以定性和定量。我们将在第十一章“了解自己的风险度量标准”中详细讲解这些关键度量。

当构建一项买进和对冲组合时，风险就是焦点，每支证券都有与其相对应的一系列独特的风险度量。加在一起，投资组合也有整体的风险预测。在投资组合层面，单只证券的所有风险度量标准，组合在一起可以创造完全不同的风险预测。每当要把一项新的有独特风险度量标准的投资添加到已有的组合时，老谋深算的投资者都会考虑这会给整体投资组合的风险带来怎样的变化。

散户通常会着迷于收益，很少在意风险或对风险进行讨论，这本书的开篇，也就是在第一章“生活是由一连串关系到风险和收益的决定构成，投资也是如此”中，就讲到了这种情况。我们容易过度注重收益，因为投资增长决定了我们这些投资者的成功与否。只要有机会，谁不愿意看一份实时业绩单？每次登录时，你的在线交易账户就会给你一份实时业绩单！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益的诱惑是很强的，所以人们很容易将注意力放在收益上，但是，将注意力集中在你不可控制的地方，投资很难获得成功。风险才是你的投资组合中能够被控制的因素，收益不是，没有正确评估风险能力的投资者是缺乏长远眼光的，更糟糕的是，这样的投资者缺乏对整个投资组合的掌控。

在投资的世界里，收益和风险有着微妙的关系。投资者承担着巨大的风险，只为得到期望的收益。对于散户来说，更为重要的是这种微妙的关系包含着一定的依赖程度。没有额外的风险，就没有额外的收益。反之亦正确——额外的损失一定是因为额外的风险。同样，相对较低的风险，创造出的收益也相对较低。

如果有任何人向你展示一项投资是高收益且低风险的，那么此时走为上计，这一幕是根本不可能存在于现实的投资世界中的。如果真的有，它会很快被抢走，几乎不可能留给你。更为重要的是，就算有，也不可能提供给散户。好好想想，为什么这个游说者会白白地把机会让给小的投资者，而不自己保留着呢？事实上，历史上几乎每一个商业骗局的案例都会以这句话开始："我保证，相对于你承担的风险来说，你从中获得的利润将大大超过你的预期要冒的风险。"风险和收益之间的联系千丝万缕，忘记这条，你等于将自己置于极端危险之中。

有时，收益和风险之间的关系看起来可能不是这样。市场已经给出了大量的例子——投资组合带来的收益远超出其预计的风险。在市场上，当这种不对等发生时，投资者自己往往会感到惊奇。在现实生活中，得到的收益往往与投资组合内的风险完美的契合——我们指的是实际风险，而不是认知风险，这种情况下的赢家往往是这样的投资者：他们能够准确估计实际风险，并且能在认知风险中找到价格差，这种价格偏差的情况时有发生，但投资者很难对其进行确认。

买进和对冲方法并不需要投资者花费时间去找到上述情况。投资者如果想把焦点集中在这些特殊情况上，就好像要去猎取一只独眼北极熊。买进和对冲策略教给投资者如何改变和控制风险，这是对冲发挥作用的地方。而不是教你利用市场的风险意识和你的投资假设之间的不同点。学会对冲的投资者就可以控制风险，如此，投资者就能设计出个性化的控制风险的投资组合，在长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远交易中，一定会有出色表现！

章节重点

- 散户们倾向于把焦点放在收益上，但是风险才是投资组合中真正的可控因素。
- 如果投资者忽视风险度量，就会把自己置于危险之地。
- 风险和收益有着微妙的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章



情绪是敌人

“恐惧是通向黑暗的道路，恐惧导致愤怒，愤怒衍生憎恨，憎恨滋生苦难。我现在就能感觉到你强烈的恐惧。”

——尤达大师。

选自1999年的电影《星球大战前传Ⅰ：魅影危机》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这是本书第二个将情绪视为敌人的主题章节。这并不是印刷错误，也不是一种巧合。在多数情况下，投资者总是会陷入投资收益或者损失的情绪里，推动市场最具威力的两种情绪是贪欲和恐惧。这些所谓的“驱动力”实际上就是感情，这就意味着，至少从某种程度上讲，它们由情绪驱动。处于上涨趋势的市场倾向于对贪欲煽风点火。相应地，处于下降趋势的市场倾向于对恐惧煽风点火。但是不管在哪种情况下，这些力量都是由市场中投资者的情绪引发的。

专家们喜欢讨论哪种力量更强大，恐惧还是贪婪。我们却以为这根本就没有任何必要，很显然，恐惧占了上风。请回想第二章“情绪是你的敌人，请远离它”，在这章的简介中我们就谈到了“厌恶损失感”。“厌恶损失感”与恐惧的关系更为亲密。害怕遭遇损失的这种恐惧感促使了避免损失的行为产生；因此，“厌恶损失感”顺应潮流地出现了。“厌恶损失感”是投资者在市场中采取相应行为的强大内驱力，最新市场绩效不断提醒着我们恐惧力量的存在。

可能你还没有意识到因“厌恶损失感”而抛售过股票。事实上，你可能甚至都不会相信“厌恶损失感”会影响到你。如果你还没有被我说服，可能实证数据分析会改变你的想法。如果你二十年来一直都在研究市场，你应该能很清楚地看到恐惧和贪婪带来的影响。

数据分析显示在过去的二十年里，市场的下跌比上涨更为剧烈、快速。当市场上涨时，上涨趋势更为平滑稳定。但是，当市场下跌时，这种下跌更为突然——甚至如2008年那般猛烈。让我们更为细致地看看这些数据。

我们先来看看在过去的20年中，市场行情最理想的一天和最糟糕的一天（详见表7.1）。分析采用标准普尔500指数，因为它最能反映大盘行情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7.1 在过去的20年中，市场行情最理想的一天和最糟糕的一天

最理想的一天 市场走向	比例改变	最糟糕的一天 市场走向	比例改变
2008-10-13	+11.6%	2008-10-15	-9.0%
2008-10-28	+10.8%	2008-12-01	-8.9%
2009-03-23	+7.1%	2008-09-29	-8.8%
2009-11-13	+6.9%	2008-10-09	-7.6%
2008-11-24	+6.5%	1997-10-09	-6.9%
2009-03-10	+6.4%	1998-08-31	-6.8%
2008-11-21	+6.3%	2009-11-20	-6.7%
2002-07-24	+5.7%	2008-11-19	-6.1%
2009-09-30	+5.4%	2008-10-22	-6.1%
2002-07-29	+5.4%	2000-04-14	-5.8%
	平均数：+7.72%		平均数：-7.28%

乍一看这些数据，你会说这两组数据非常相近。最糟糕天数的比例变化幅度平均值与最理想的平均值相似。事实上，最理想天数的范围更为宽广，最理想的两天比例变化幅度比最糟糕的两天高出2个百分点。但是如果更为深入地分析这些数据，我们就会知道它预示着不详的趋势。来看看这些数据。

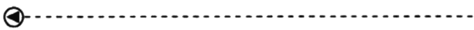
最为理想的十天里面的六天出现在2008年秋天。另外的两天出现在2009年春天，我不需要提醒你市场在这段时间的表现情况。自1929年华尔街危机以来，这是历史上最严重的熊市。即使是行情很好的日子，市场中没有人情绪高涨。投资者陷入了高波动率和猛烈下降趋势的旋涡之中。

事实上，表上面的另外两天出现在2002年7月——另外一个猛烈下跌的市场行情。标准普尔500指数下降了300点，从2002年3月的1168高位下降到2007年7月的797，但是这种下降趋势并没有停止，同年十月份，这个数据继续下降到了776。

换句话说，市场里所有的最理想天数都是从这些糟糕的下降趋势基础上反弹而成的，但没有投资者会对这些反弹感觉良好。市场整体给人带来了不安的情绪。事实上，在这些时段内，“厌恶损失感”紧紧抓住市场不放。

为了圆满地解决好这些数据表现出来的问题，让我们再来看看市场中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最糟糕的十天。其中，这最糟糕的四天和最糟糕十天中的七天出现在2008年秋天的时段。这进一步为以下事实提供了证据：相比于上涨趋势，市场的下降趋势更猛烈。当你考虑上涨和下跌的市场时机时，单日上涨不如下跌那样强有力。这些数据也体现了一定的市场波动，我们将在下一章中进行讲解。

让我们来总结一下截至2010年12月31日前20年的情况。整体的市场收益是非常可观的。标准普尔500指数在1991年1月2日以330.20美元开盘，在2010年12月31日以1257.64美元收盘。在20年的时间里，正回报率达到了280%，或者说年平均收益率为+6.9%。在2001年1月2日，即这段时期的中点，标准普尔500指数为1320.28美元，比在2010年12月31日的时候，稍微高出了一点点。这就意味着在标准普尔500指数中，所有的收益全部来自前十年——第二个十年根本没有多少，但是在市场价值方面，这两个十年上下起伏都很大。

表7.1记录的是每一天的起伏。但是我们并不是一天一天地进行投资，我们是长期投资者。因此，让我们看看在更长的时间跨度中，更为强烈的市场波动。

如表7.2所示，我们列举了过去20年里的涨跌幅度不低于10%的市场反弹或下跌，从高峰一直记录到它的低谷，然后再往复循环。紧接着我们进一步监测它上涨10%所需时间，以及达到最终高位和低位所需时间。除此之外，我们还会监测这种变动的整体跨度（从低谷到达高峰，从高峰到达低谷）。只有当趋势逆转，在相反的方向达到新的10%的变动时，这个分析才能定义一个新的上涨趋势或者下跌趋势。换句话说，在标准普尔500指数中，只有当变化量达到至少10%时，我们才定义它为一个新的高峰或者低谷。在这个横跨20年的时间段里，存在51个时间段：当市场从高峰到低谷或者从低谷到达高峰时，至少有10%的变动——相当于共有26个高峰和25个低谷。

表7.2 标准普尔500种股份指数

高峰或者低谷	标准普尔价格	日期	到达高峰所需天数	到达低谷所需天数
高峰1	817.68	2/19/97	2,195	
低谷1	733.54	4/14/97		55
高峰2	983.12	10/7/97	173	
低谷2	855.27	10/28/97		21
高峰3	1,190.58	7/20/98	262	

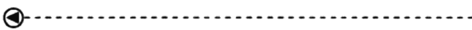
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

高峰或者低谷	标准普尔价格	日期	到达高峰所需天数	到达低谷所需天数
低谷3	939.98	9/1/98		41
高峰4	1,066.11	9/24/98	23	
低谷4	923.32	10/8/98		14
高峰5	1,420.33	7/19/99	281	
低谷5	1,233.70	10/18/99		89
高峰6	1,478.00	1/3/00	75	
低谷6	1,325.07	2/28/00		55
高峰7	1,552.87	3/24/00	26	
低谷7	1,339.40	4/14/00		20
高峰8	1,530.09	9/1/00	137	
低谷8	1,305.79	10/18/00		47
高峰9	1,438.46	11/6/00	18	
低谷9	1,254.07	12/21/00		45
高峰10	1,383.37	1/31/01	40	
低谷10	1,081.19	3/22/01		52
高峰11	1,315.93	5/22/01	60	
低谷11	944.75	9/21/01		119
高峰12	1, 176.97	1/7/02	106	
低谷12	775.68	7/24/02		197
高峰13	965.00	8/22/02	28	
低谷13	768.63	10/10/02		48
高峰14	954.28	12/2/02		
低谷14	788.90	3/12/03		100
高峰15	1,555.90	7/16/07	1,564	
低谷15	1,370.60	8/16/07		30
高峰16	1,576.09	10/11/07	55	
低谷16	1,256.98	3/17/08		156
高峰17	1,440.24	5/19/08	62	
低谷17	1,133.50	9/18/08		119
高峰18	1,265.12	9/19/08	1	
低谷18	839.80	10/10/08		21
高峰19	1,044.31	10/14/08	4	
低谷19	865.83	10/16/08		2
高峰20	985.44	10/21/08	5	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

高峰或者低谷	标准普尔价格	日期	到达高峰所需天数	到达低谷所需天数
低谷20	845.27	10/28/08		7
高峰21	1,007.51	11/4/08	6	
低谷21	818.69	11/13/08		9
高峰22	916.88	11/14/08	1	
低谷22	741.02	11/21/08		7
高峰23	943.85	1/6/09	45	
低谷23	666.79	3/6/09		60
高峰24	1,219.80	4/26/10	410	
低谷24	1,065.79	5/6/10		10
高峰25	1,173.57	5/13/10	7	
低谷25	1,010.91	7/1/10		48
高峰26	1,276.17	1/3/11	182	

从这些数据中，我们有如下发现：

从一个低谷到达一个高峰的平均时间长度是224天，而从一个高峰到达一个低谷的平均时间长度是55天。两个时间持久而又稳定的牛市（分别为2200天和1500天），对这两个平均值的出现产生了深远的影响。如果把这两个突出的牛市时段从低谷—高峰计算中移除，224天就变成了86天，即便如此，这个平均值仍然比从高峰降至低谷的平均天数55天要长。

当测算高峰或者低谷产生的速度时，我们测算的是在各自的高峰或者低谷，得花费多长时间才能增加至少80%的收益或者遭受80%的损失。对于高峰来说，整体利益的80%在平均179天内实现了，但是另一方面，对于低谷来说，整体损失的80%在平均短短44天内就达到了。

我们选择的这两个十年，代表着两种完全不同的时段。第一个十年是有史以来最壮观的牛市之一，每一个市场修正跨度很小并且时间很短。第二个十年现在以“垮掉的十年”而著称，它是以2000—2002年的网络泡沫破灭为标志而开始的，但是在接下来的五年中（2002年10月至2007年10月），另外一个牛市持续存在着，在这段时间内，市场总价值翻了一番。除此之外，只有两个修正出现了，而且持续时间都非常之短。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，现在你知道，这个十年最终以1929年华尔街危机后最严重的市场修正告终。这个修正十分猛烈，许多市场史上最严重的日内亏损都位列其中。市场在此之后，经历了令人欣慰的反弹，但是它仍然低于2007年10月标准普尔500指数的高位1500美元。

总的来说，市场上涨趋势的存在时间已倾向于相对稳定和持久，这就意味着这种情况会持续超过几年。另外，市场下降趋势存在时间倾向于相对猛烈和短暂，尤其是第二个十年。

为什么我们要研究这些趋势呢？我们只是想为你们证明在市场中，恐惧比贪婪更为强大。恐惧促使投资者抛售，并且以破纪录的速度压低价格。恐惧促使了“厌恶损失感”的产生。如果投资者一味地认为他并没有受到“厌恶损失感”的影响，那我只能说他不够诚实。市场强迫投资者面对定期而又剧烈的市场跌势，当面临这些市场力量时，“厌恶损失感”就必然影响你的投资计划，所有的投资者都不得不屈服于这种灾难性的影响。

所有的投资者都会受到“厌恶损失感”的影响，而本书保证会向读者讲解对付“厌恶损失感”的办法。我们将在第十章，“对每一项投资进行对冲”中对其详细讲解，即买进和对冲的五大铁律中的第一条。在投资组合中，你越是了解恐惧带来的影响，你就越能为改变这种影响做好充分的准备。

这就是为什么你要对冲你的投资。买进和对冲投资者通过构建不受剧烈市场波动或者巨大损失影响的投资组合而成功移除“厌恶损失感”的情绪。市场的波动具有毁灭性的威力。我们将在下一章中详尽讲解这种威力的影响。

章节重点

- 诸如恐惧、贪婪一类的情绪会破坏整个投资组合的价值。
- 实证数据表明：市场跌势趋向于突然发生，并且伴随着强大的市场冲击力，这种冲击力导致了恐惧和“厌恶损失感”的产生，导致市场更加委靡不振。
- 对冲是一种结构性的投资方法，它降低了恐惧和”厌恶损失感”带给个人投资组合的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章



波动率是“氪星石”

“系紧你的安全带。这将是一个不平静的夜晚。”

——马格·钱宁如是说。

选自1995年的电影《彗星美人》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这是电影史上最为著名的，最常引用的一句台词。美国电影学会把这句台词评选为过去100年里最经典的10句台词之一。在过去四年里，投资世界一如既往地“不平静”。我们称市场里面所谓的“不平静”为波动率。

在投资恒定规律里面，波动率侵蚀了投资收益。

每隔几年，就会有一份关于投资者的“口味测试”调查报告发表——就像著名的可口可乐和百事可乐的口味测试一样。一些大学教授向陌生人呈现两种投资组合的“盲信息”，并且要他们选择自己偏好的一种投资组合。设计这项研究是为了确定投资者对某些交易的知识掌握程度和他们的风险偏好。

我们拥有一份非正式版本的投资组合“口味测试”，在这些年中，我们对朋友、家人和同事都使用过这项测试。如表8.1所示，假设初始资金均为100000美元，你必须推断出这两种投资组合中哪一种会表现得好一些。

表8.1　测试#1

投资组合A 时间段	绩效	投资组合B 时间段	绩效
第1年	−30%	第1年	−10%
第2年	+30%	第2年	+10%
第3年	−30%	第3年	−10%
第4年	+30%	第4年	+10%

超过2/3的同事和朋友一致表示这两项投资组合表现相同。测试者通常指出在每一个投资组合内，它们的表现合计为0%，因此，这些投资者断言：每一项投资组合都是不赚不赔。当然，这些投资者都错了。四年之后，这是每一项投资组合的实际价值：

投资组合A：82810美元；

投资组合B：98010美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这只是直白的数学计算，并不是什么投资巫术。这个版本的"味道测试"如果用更为精确的语言描述，我们可以称之为"数学测试"。如果一美元一年后价值降低了30%，那么这一美元就变成70美分了。你的投资在第二年开始之前价值就只有70美分了。如果这项投资经过第二年的交易，价值上涨了30%，它并没有返回到价值为1.00美元的状态。70美分上涨30%，即上涨21美分，结果就变成91美分（$0.70×1.3=$0.91）。如果要想0.7美元在第二年返回到1.0美元，它需要上涨42%。

我们来看看另外一个比较简单的例子：如果你有1美元，在第一年的时候，它损失了一半的价值。再想要把这50美分变为1美元，它的价值必须翻一番，换句话说，第二年必须上涨100%，它才能回到它本来的价值。

我们能从中得出什么结论呢？相似或者相同的收益和损失比率并不能对投资组合产生相同的影响。损失对于长期投资来说，更具有冲击力，因为收益和损失会相继出现。为了返回到平衡状态，每1%的价值损失需要高于1%的价值上涨。这时候，复利的力量发挥了作用。复利是投资领域的"超人"，而其克星高波动率正是它的氪星石。

下面来继续我们的研究，现在来看看表8.2中列出的两项新的投资组合。这两项新的投资组合与表8.1中的投资组合拥有相同的收益和损失情况，但是投资组合A内的收益和损失顺序颠倒了。

表8.2 测试#2

投资组合A 时间段	表现	投资组合B 时间段	表现
第1年	+30%	第1年	−10%
第2年	−30%	第2年	+10%
第3年	+30%	第3年	−10%
第4年	−30%	第4年	+10%

令人惊奇的是，当面临这些数据时，许多投资者改变了他们的态度。不少投资者现在认为投资组合A比投资组合B的市场绩效要好。当问到为什么的时候，他们解释说投资组合A是以获得收益而不是遭受损失开始的（而投资组合B是以损失开始的）。这些投资者得出的结论是，一进入市场就能获得利益的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合更有潜力经受住以后的损失。

当然，你知道这样的观点也是错的。整体投资组合的市场绩效其实并没有改变，新的投资组合最后的结果其实跟表8.1中的那两个投资组合的结果一样。我不得不再重申一次：这只是直白的数学计算。在第一年的时候，我们从投资组合里面获得收益，但这仅仅是让第二年进行交易时，有更多资金遭受损失而已。数学计算仍然相同。假设你拥有一美元，第一年后，增长了30%，总和就是1.3美元。但是紧接着在第二年损失掉了30%，那么损失的金额就是49美分，结果就变为了0.91美元——和测试#1最后的结果一样。

因此，赢利和亏损出现的先后顺序根本就无关紧要。重要的是你投资组合的波动率和这些收益是否为负。避免波动——特别是亏损，尽量保住你的本金。更为重要的是，你要懂得在正收益的条件下，充分利用复利增长的作用。

我们的研究并没有就此完结。还有第三套需要为朋友们展示的数据。我们在前四年的基础上，增加了第五年的市场绩效，如表8.3所示。

表8.3 测试#3

投资组合A 时间段	绩效	投资组合B 时间段	绩效
第1年	−30%	第1年	−10%
第2年	+30%	第2年	+10%
第3年	−30%	第3年	−10%
第4年	+30%	第4年	+10%
第5年	+15%	第5年	+0%

第五年的加入给投资组合的市场绩效带来了一股强有力的推动力。结果，现在绝大部分的投资者选择投资组合A，而舍弃投资组合B。他们给出的原因是：投资组合A中，最终的市场绩效比率为正15%，而投资组合B中为0%。

如果你真的从测试#1中学到了经验的话，你就应该可以断定这种逻辑根本不可靠。仅仅是简单地相加几何收益率并不够，因为它并不能准确地告诉你投资组合最终的结果是什么。但是投资组合A内15%的额外增长就能弥补前四年的波动率带来的灾难性结果吗？在本例中，答案是不能。

这是五年后，投资组合最终的价值：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合A：95231美元

投资组合B：98010美元

换句话说，投资组合A中15%的增长并不能抵消高波动率带来的负面影响。

最近，我们把第四项测试加入到非正式研究之中了。我们的目的是强调波动率对整个投资组合存在的巨大影响，即使是所有的收益都是正的。表8.4列出来的就是这样两种投资组合：

表8.4 测试#4

投资组合C 时间段	绩效	投资组合D 时间段	绩效
第1年	+10%	第1年	+20%
第2年	+10%	第2年	+0%
第3年	+10%	第3年	+20%
第4年	+10%	第4年	+0%

就像测试#1和测试#2一样，每一项投资组合中所有收益和损失比率总和相同（40%）。但是当所有的收益都为正的时候，一个投资组合比另一个投资组合波动率更大，这个事实会对它们的市场绩效产生影响吗？当然会！

四年之后，投资组合C价值146410美元，投资组合D价值144000美元。四年的差别总共为2.5%，或者说每年不到0.6%。因此，即使是所有收益都是正的，波动率也会带来影响。

你可能认为我们俩推崇“缓慢而稳健胜出”的方法。但事实并非如此。你们可能认为当市场运行良好时，我们希望你能跟随市场的步伐；当市场行情不佳时，我们希望你能避开损失。这听起来似乎像是预测市场，但实际上不是。我们从不提倡预测，因为我们看到过以前成千上万的交易者为此绞尽脑汁，各自得到不同的结果。我们只会建议你构建经过对冲的投资组合，当市场良好时，它能自动跟进；当市场不景气时，它能积极防守。这种投资组合是可以被构建出来的，在本书的第三部分“买进和对冲的五大铁律”中，我们将做详细讲解。

波动率以其他更多的方式吞噬着投资者的收益。我们能想象出其中的三种：数学上的、心理上的和逻辑上的。我们其实已经讲解过了数学影响。现在让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们来看看它在心理上和逻辑上的影响。

波动率的心理影响

当市场波动率较高时，市场价格变化愈加频繁。波动率越高，你的投资所面对的价格就越为分散。这些市场出现的波动会导致任何投资于其中的投资组合的价值发生变化。大多数投资组合对于市场的力量都高度敏感。

所有的这些投资组合的波动都会使你感到百抓挠心，更别说能让你安然入睡。当你的投资组合价格遭受大幅震荡时，你就会耗费更多的时间挂念你的投资。同时，你已从前面的章节中了解到，所有的投资者都受到“厌恶损失感”的影响，所以当投资组合遇到的波动包含着亏损时，你无法不受到“厌恶损失感”的影响，结果就是“厌恶损失感”带来较差的投资决定。

波动率的逻辑影响

对投资组合进行对冲的交易者为其投资建立了下行风险防护。但是，很显然，这种保护并非免费，就像为你的房子购买保险一样，是需要一定费用的。因此，投资者想要进行对冲，就需要支付一些期权费。换句话说，对冲需要付出一定的代价。

在这本书中，我们将教你怎样确定、定价和构建这些对冲。比其他因素更能影响对冲成本的是你试着去对冲的那项投资的波动率。前面，你学习到波动率是围绕特定平均价格的价格离差（两个或者几个价格之间的相差值）。拥有很高预期波动率的投资就会有很宽的预期价格离差。为了给你自己的投资建立对冲，同时必须有另外一位投资者想要向你出售他的对冲，而且那位想要卖出对冲的投资者一定会考虑预期价格离差。一般地，预期价格离差越宽广，卖家必须收取更多的期权费。

保险公司的运行方式也大抵如此，当一家保险公司为一份健康保险的保费定价时，它会考虑申请人的病史。保险公司利用这个病史来做出一个知情的决策，因而他能估算出申请人未来需要的照料程度。申请人在过去需要的照料越多，他将来需要的关怀可能也会越多。假设申请人病史远非一些无关紧要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疾病或者问题，保险公司将会对这个人报出更高的保费。为什么呢？原因就是申请人过去被医治次数波动率。

因此，较高的波动率使得买进对冲时，需要花费的资金更多。构建对冲需要的高成本将会直接拉低投资组合的整体市场绩效。你的买进和对冲策略需要把每一项投资的对冲费用考虑在内，这就是波动率对你的投资组合的逻辑影响。

章节重点

- 市场绩效收益是通过收入比率和损失比率来表现的。
- 投资波动率是通过收益比率来测量的。
- 过高的波动率会吞噬你的投资组合整体收益。
- 复利可以成为对你的投资组合具有强大威力的正面力量，但是波动率降低了复利所带来的正面影响。
- 投资组合价值上的波动会给你带来危害你投资组合的不良情绪。
- 带有较高波动率的投资使得对冲这项投资所需的花费增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章



税收员来了

“城里人”：“顺便问一句，你真的会给我那20,000美元的现金吗？我关心的是，我不得不……和我的会计协商一下，因为这样会使我不得不缴纳很高的，呃，税……”

勒博斯基：“勃兰特，把信封给他。”

“城里人”：“噢，你已经把支票填写了，那就太好了”

——选自1998年轰动一时的喜剧电影《谋杀绿脚趾》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





投资的恒定规律最后一项是：只有税后收益才是最重要的。毕竟，就算是“城里人”也会考虑他的税务处境。

每个人都知道关于死亡和税收的笑话，它们都是不可避免的。道路不是自己凭空铺出来的，教师也不会进行免费的工作。没有税收，政府就不会有任何的财政收入；没有财政收入，我们就不会享受到任何公共服务。作为这个伟大国家中的一位普通公民，纳税是我们的责任。每一个人都会享受到公共服务，比如像道路和学校，因此每一个人都有义务纳税。事实上，作为一位自主投资者，政府代表你花费数十亿美元用于规范市场，因而你才能顺利地在这个市场中进行交易。

但是，你的爱国主义职责尽到就足够了，你没有必要超出义务范围多交一美元。税收法的设立是为了鼓励某些特定行为，这些行为被政府视为对公众都有利。政府鼓励你持有投资时间超过一年，同时也鼓励你为了退休或者教育积攒财富。为了最大化整体收益，所有精明的投资者都需要花费大量时间来了解这些税务方面的机会。

但是请记住：你要为实现自己的长期生活目标而进行投资，并且这个目标在将来的某一个时候需要资金支持（有时候，这个时间来得比你想像的要早而不是晚），这些目标需要政府征税后的资金来支付。换个方式来表述：这些资金属于税后财富。因此，为了最后实现长远目标，你的投资收益必须通过税后收益来衡量。

为什么这个问题会上升到投资恒定规律中去呢？因为“山姆大叔”（美国政府绰号）从你的投资收益中，拿走了合情合理的一大块肥肉，因为对冲需要定期地维护交易，所有的这一切都是应税项目。

第一个原因足够简单，政府以一个足够高的税率对投资收益征税，这会使你的投资收益产生实质性的缩水。短期资金收益和你的一般所得的缴税比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一模一样的。在2011年，长期资金收入的税率高达15%，几乎达到了普通投资者联邦一般所得税税率的一半。普通的分红的税率和你的一般所得一样，但是在2012年，合法红利将会享受到较低的课税比率，即15%。

现在，根据过去十年市场实际的投资表现，仔细想想这些税率。哎呀！过去十年的市场绩效一直表现平平。可能某个投资者在其中一年里市场绩效有点突出，小赚了一笔，但是当典型的投资者税率处在25%和33%之间时，这些收益受到了税金账单的影响，税后收益实质上较低，结果就导致本可以通过复利获得增长的本金大量减少。

税金之所以重要的第二个原因是特别针对买进和对冲策略的。为了保持合适的头寸或者投资组合保护，对冲需要有规律的周期性交易。这种有规律的交易通常会导致短期收益或者损失。结果，这些收益或者损失会以你一般收入的税收标准来征收——换句话说，典型的高税收比率。为了成为一个高效率的买进和对冲投资者，当构建一个投资组合时，你必须要把这些税收带来的影响考虑进去。

如果直接运用买进和对冲方法而不考虑能够降低整体税负的税收策略，这是不负责任的。在这本书中，有一整章的内容讲解税收——关于设计什么样的投资组合才能最大化你的税后收益，并且详细解释了影响这种收益的因素。从账户类型到投资产品的类型，再到对冲的种类，这些给税负方面带来的影响都是不同的。我们将会慢慢地为读者讲解这些问题，至少是根据当前的税法！

章节重点

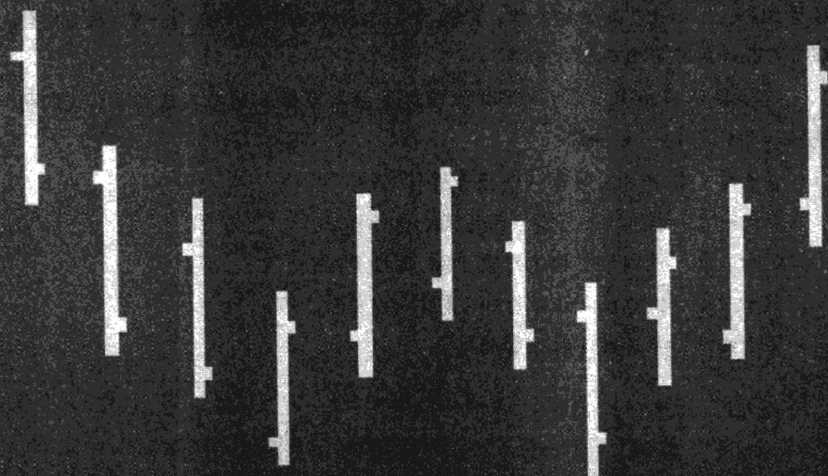
- 税后收益才是最重要的，因为你的生活目标是通过这些税后收益来支撑的。
- 美国政府的税率足够高，高到能对你的整体收益产生实质性影响。
- 对冲创造出了定期的应税交易。
- 精明的投资者懂得这些因素后，引以进行有计划的合理避税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

买进和对冲的五大铁律



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者在他们合作的职业生涯中使用了大量的时间来为客户打造金融产品，这包括超过20年连续为自主交易的散户构建在线交易产品。当看到一种精心设计的产品在投入市场后大获成功，没有什么比这种巨大的满足感更好的感觉了。

我们打造这些产品的同时，能从市场和投资过程中学到很多经验。毕竟，我们俩都对“吃狗粮”（俚语，指公司使用自己创造出来的产品）深信不疑。换句话说，我们也是客户使用的产品和工具的忠实用户。我们一路上也尝试了许多投资策略。所有的这些经验都十分有用，并且它们也都包含在本书之中。

现在，你们已经知道这本书分为五大部分。第一部分是“对冲和市场的简介”，介绍了推动买进和对冲策略需求的市场力量。第二部分主要讲作为在线经纪领域的资深人士，对我们影响最深的投资策略。第二部分中的“投资的恒定规律”对买进和对冲至关重要。我们可能在这本书中罗列了超过100种投资经验。我们选择聚焦的投资恒定规律是重中之重，这些定律是在第三部分中讲解的买进和对冲五大铁律的基础，这五项铁律也正是从这些经验中演变而来的。为了成为一个合格的买进和对冲的投资者，也为了能够成功掌握一个会有优异表现的对冲投资组合，你必须遵循这些定律。其中，第三章是本书中最重要的一章，因为它体现了买进和对冲策略的核心思想。

这些铁律将逐章呈现。为了帮你构建并维持买进和对冲投资组合，我们将铁律和推论规则一并讲解。

第十章　铁律#1：对每一项投资进行对冲。

第十一章　铁律#2：了解自己的风险度量标准。

第十二章　铁律#3：构建长期、多元化投资组合。

第十三章　铁律#4：让你的内心直觉指引自己。

第十四章　铁律#5：收获你的得失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章



对每一项投资进行对冲

“欢迎来到搏击俱乐部。搏击俱乐部第一条规则：不能谈论搏击俱乐部。搏击俱乐部第二条规则：不能谈论搏击俱乐部！搏击俱乐部第三条规则：只要有人喊停，动弹不得，或拍地投降，打斗就得停。第四条规则：一次只能两人打。第五条规则：一次一场，伙计们。第六条规则：脱掉衬衫和鞋子打。第七条规则：打斗没有时限。第八条，也是最后一条规则：只要你是初次参加，就一定得打。”

——泰勒·德顿在1999年的电影《搏击俱乐部》中如是说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





好消息是：我们只有五项规则！坏消息是：我们的规则需要花费更长的时间来解释清楚。

买进和对冲的第一条铁律是：对每一项投资进行对冲。

如果说哪一条规则最能集中体现买进和对冲策略的核心思想，那就非这条莫属了。如果你只能记住这五条规则中的其中一条，那么请记住这一条。这是唯一一条铁律里面含有单词“对冲”的，就像这本书的标题。

这条规律很简单：对每一项投资进行对冲。一个证券投资组合就是投资头寸的集合体。投资者必须选择合适的头寸来提供合适的对冲，或者反过来说要选择不同的头寸。但是，什么是合适的对冲？事实上，究竟什么是对冲？

根据买进和对冲的目的，如果投资者减少或遏制了一项由各种头寸组成的投资里面因出现的下降趋势而导致的损失，我们就认为这项投资进行了对冲。换句话说，如果投资者进行了一项投资，而这项投资的价值下降了，出现的损失就会因为对冲而产生的利润而有所弥补。在这种情况下，比不进行任何对冲，收益遭受的损失要小。

通常情况下，应该结合两笔或多笔头寸来对冲一项投资。换句话说，投资者拥有一笔投资头寸，同时又特地购买另一笔投资头寸来创造一组对冲，当把两笔头寸结合起来，就视为对该共同投资头寸进行了对冲。许多头寸能够通过购买或者伴随着内置对冲而产生。最后，也是最关键的一点是客户的每一项投资是否都能达到“有效对冲”的效果。

图10.1和图10.2解释了有效对冲的观点。图10.1显示了持有任何一项投资的收益/损失特点。当投资的金额上升或下降时，收益/损失也会随之变化。对冲至少会以两种方式中的一种来改变收益/损失曲线，它为客户可能受到的损失建立了保护；或者说它使损益曲线的倾斜变得平缓，使得亏损在有对冲存在时有所减少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是什么情况下对冲才合适？投资者应该使用核对表来构建满足他们特殊要求的对冲。我们将在第四部分“基础知识和基本对冲策略”中详细讲解。但是在这里要对你的对冲进行一个严格的检验。对冲的价格行为是否能够得到预测？这是不是一个在第四部分中能得到肯定的对冲策略？

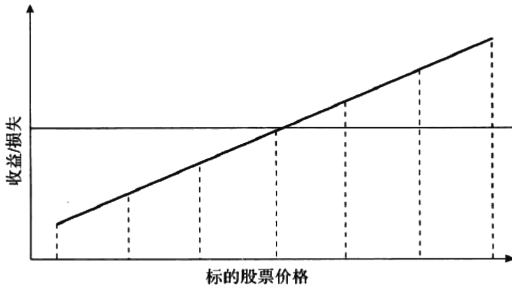


图10.1 股票的收益/损失

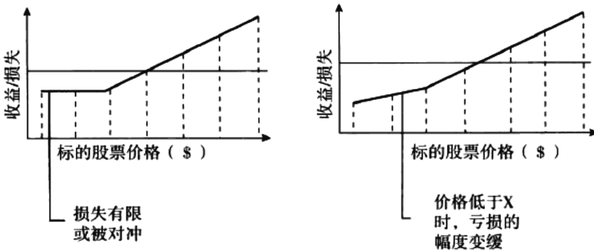


图10.2 经过对冲调整后的损益表

找到合适的对冲很重要，我们强烈推荐投资者选用具有高度可预测性的对冲投资作为替代，这意味着99%的投资要选择本身拥有多种投资衍生品的投资，同时也要求这些衍生品也能就该投资进行交易，因为这些拥有衍生产品的对冲最值得信赖。另外，我们也十分推崇对本身就拥有期权的股票和交易所交易基金进行交易。

当你能够用期权确定对冲头寸时，你就应该已经知道期权价格是根据标的股票或者交易所交易基金而确定下来的，只有这样你才会有足够的自信确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





定，对冲的价格行为可以预测。标的投资的期权与标的投资本身具有可靠的联系，因为他们共享相同的标的代码，当标的代码价格发生变动时，期权的价格也随之变动。

第二种判断头寸是否进行过对冲的方法相当直截了当。头寸是否运用了我们在第四部分中讲到的任何一种对冲策略？如果确实运用到了，那么恭喜你，你正行进在成为买进和对冲投资者的路上。

我们为你的头寸推荐三种基本的对冲策略，在第四部分中我们会详细解释如何从这三种策略中进行选择，这些策略在华尔街术语中被称为“期权策略”。不要让这些专业术语愚弄了你，它们只是用于为你的投资组合构建对冲投资的策略，而你的策略也仅仅是为了引导你做出正确的投资决策，比如说投资什么，什么时候进行抛售。

这是我们推荐的能用到期权的三种基本策略：

- 配对看跌期权（或者反向沽空头寸，配对看涨期权）；
- 利率上下限期权；
- 价内期权（也被称为价内看涨期权或者价内看跌期权）；

所有的这些策略将在本书的后面章节详细讲解。

在这本书中，我们也向有使用期权经验的投资者或者想进一步学习高级技巧的买进和对冲的投资者推荐一系列的高级策略。我们同时使用基本策略和高级策略，当你获得越来越多的经验时，你就会认识到在期权市场当前价格下，每一项投资总有相应最有效的对冲策略。

对冲的高级策略是垂直套利和对角套利。此外，高级策略比基础策略需要更多的分析和监控。

构建投资组合对冲而不是头寸对冲

我们提倡为每一项投资进行对冲。如果已经成功的做到了这一点，你就会明白整个投资组合也已经对冲，因为它所有的单个组成部分都已经过对冲。当然，投资者也能为整个投资组合进行对冲而不需要对每个单独投资逐个进行。这就是我们所说的铁律#1的推论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铁律#1的推论：对冲每一笔头寸的替代选择是构建投资组合对冲

投资组合对冲是我们在这本书中讲到的第四种基本对冲策略。为投资组合选择适合的对冲投资，这一过程将在本书的第二十四章中详细讲解，即“投资组合看跌期权”。这里，我将简单地解释一下怎样构建投资组合对冲：

1. 计算出你全部的投资组合价值，然后确定长期净利润和短期净利润。

2. 寻找到一个指数产品的投资（比如交易所交易基金），因为这样的产品与你的投资组合有很大的关联性并且附带能够进行交易的期权（对于大多数投资者来说，这是一个典型的市场行情指数，比如标准普尔500指数交易所交易基金）。

3. （为买空投资组合）买进看跌期权或者（为做空投资组合）看涨期权，这样就能为投资者提供他们想要的遏制风险或者降低损失的方法。关于怎样计算保护金额将在第二十四章中详细讲解。

因此，对于目前只想把焦点放在购买股票或者交易所交易基金的投资者来说，投资组合对冲是一个十分行之有效的方法，它允许投资者只管理相对比较简单的投资组合，因为它里面只存在一种期权头寸，与之搭配的是一组交易所交易基金和股票。

许多投资者倾向于选择这种策略，主要有以下两个原因。第一，这种技术不需要浪费太多的时间去管理，因为它只要求购买单一期权，定期操作就够了。第二，投资者更愿意选择市场对冲。换句话说，投资者只是希望从市场波动中得到保护，因此，他或者她愿意承担他们所作投资而产生的风险。这些风险来源于他们的投资绩效有可能与市场绩效相差甚远。这样的投资者认为市场波动是最难控制的、最重要的风险，而那些与单一股票联系在一起的特殊风险则无须定点定时关注。有时，我们称这种管理方式为“9·11风险”。换句话说，他们试图控制完全不可预知的、潜在的市场波动。我们能够理解这种做法，但是我们仍然推荐若是要拥有最有效的买进和对冲投资组合，还是要对每一头寸进行对冲。

用希腊字母来设计你的对冲

期权交易者总是靠被称为“希腊字母”的度量标准进行期权分析，这一标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





在期权头寸中用于评估风险。被称为得尔塔的希腊字母描述了期权对标的证券价格变化的敏感度。换一种更为简单和特殊的方式表述，如果标的证券的价格上涨一美元，得尔塔就标志着在这一美元变动幅度下期权价格的相应变化是多少。

为了计算一项投资的得尔塔总值，你应把这项投资所有头寸的得尔塔值（如果你有的话，也应该算上期权和标的证券）。标的证券的得尔塔为1。如果你没有标的证券，得尔塔就为-1。拥有看跌期权则会导致得尔塔为负值，因为当标的证券上升的时候，它的价值则会下降，但是一旦拥有看涨期权，情况则会大大相反。

所以，当你为这项投资的所有头寸计算得尔塔总值时，在理想状态下，结果都会少于1。例如：如果得尔塔值为0.7，则标的证券每增加或降低一美元，就会导致上涨或下跌70美分。得尔塔帮助投资者形成了怎样对冲风险这一概念。简言之，得尔塔的绝对价值越低，某项投资的对冲效果就越明显。

利用得尔塔值小于1来构建或保持一笔头寸是判断投资者是否成功进行了有效对冲的一种立竿见影的方法。

高级概念

有一种立竿见影的简单测试来确定你的期权是否已对冲。对于看涨风险，如果头寸的得尔塔值在1.0与0之间，那么头寸就是对冲过的；对于看跌风险，如果头寸的得尔塔值在-1.0与0之间，那么头寸就是对冲过的。

章节重点

- 铁律#1是对每一项投资进行对冲。
- 铁律#1的一个推论：如果有必要，对投资组合整体构建对冲，把它作为对冲组合中单个投资项目的替代选择。
- 如果投资者减少或遏制了因为一项投资里面出现的下降趋势而导致的损失，我们就认为这项投资已经进行了对冲。
- 选择期权是最有效的对冲技巧。
- 你可以用得尔塔避险比率来评估在多大程度上你对期权进行了对冲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章



了解自己的风险度量标准

斯梅尔裁判：“泰，今天你的高尔夫球打下什么了吗？”

泰·韦伯：“噢，裁判，我没给自己记分。”

斯梅尔裁判：“那你拿什么和其他的高尔夫球手相比呢？”

泰·韦伯：“击球高度。”

——在1980年的喜剧电影《小小球童》中，泰·韦伯与目中无人的裁判斯梅尔的对话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有一句著名的管理格言：你不能掌握你无法估量的事物。我们的第二大铁律向这句格言致敬。

铁律#2：充分了解自己的风险度量标准。

让我们来回顾第一章的内容，你应该还记得这样一句话：散户只会注重他的投资收益。这是一个典型想法，这样的投资者缺乏对自己投资组合风险的正确评价，投资者只有充分考虑了他的投资组合的风险之后才能获得真正的收益。买进和对冲投资者永远不会陷入这样的怪圈，风险调整收益是衡量买进和对冲投资者是否成功的一个重要标志。

这里是第二项铁律发挥效用的地方，买进和对冲方法要求你充分了解风险，并将它运用到评估绩效收益中去，但是风险比收益更难让人理解，因此你需要风险框架来协助你掌握风险投资。

买进和对冲风险框架需考虑到四项风险度量标准。作为一位买进和对冲投资者，你必须同时从投资组合整体和单个投资层面上考虑风险度量标准。这些度量标准为你更好地做出投资决定提供深刻洞见和投资背景。通常，额外的投资环境来源于为风险度量标准做出的相关基准比较。

四项关键的风险度量标准

单词“度量标准”事实上是单词“衡量”的另外一种表达方式。与买进和对冲投资者有关的四条风险度量标准如下：

- 风险成本
- 波动率
- 隐含杠杆
- 相关性

让我们来一一学习这些度量标准，看看他们究竟是怎样为买进和对冲投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者提供投资的风险背景。

风险资本

第一条风险度量标准是从买进和对冲中定制而来的。风险成本是我们自创的一个术语，但是该度量的概念早已存在，并且这个观点十分简单。风险资本是指投资者在一项已经对冲的交易中可能遭受到的最大损失。换言之，如果标的投资因为投资偏好而往最糟的价格波动的方向发展，风险资本就是你在这项投资中遭受到的所有损失。

举个例子，假设你购买了价值10000美元的微软公司股票。如果它没有被对冲，你所拥有的风险资本就是10000美元，这意味着你仅仅拥有的是股票，在最糟糕的情况下，你拥有的这些股票会失去所有的价值。现在假设你拥有同样的那些高价值的股票，但是你花费500美元进行了对冲，又假设对冲发挥了效用，在微软公司股票价值贬值了10%的时候，阻止了这种下降趋势。微软公司的股票价值损失就停留在1000美元上了。这个例子说明，风险成本应该是1500美元。为什么是1500美元，而不是1000美元？这是一种潜在的损失，在对冲发挥效用之前的1000美元损失加上对冲的费用500美元。风险资本是每项投资最大损失的总和。

考虑整体的投资组合产生的风险资本就是要在计入投资者为投资组合建立的对冲时投资所能遇到的最差情形。如果交易者投资组合里面的每一项单独投资，在极其短暂的时间内其表现都背离交易者希望的方向，结果就是亏损，这样的情况其实很少出现。但是正如你所知，股票市场的行情会以令人目眩的速度下跌，比如2008年秋季和2001年9月。幸运的是，即使股票市场行情飞速下跌，投资仍具有比风险资本更多的价值，这是因为对冲会发挥作用，投资者不会一夜之间损失他拥有的所有价值。尤其是当对冲与期权一同构建时，通常会保留一定价值，即使是市场走向与你的选择背道而驰。

作为一位买进和对冲投资者，你应该追踪每一项投资的风险资本。当投资价值变化时，风险资本也随之变化。你的投资组合的所有风险资本是这个组合里面每一项投资风险资本相加的结果，这个总和就是你的投资组合整体的风险成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你是否看过“睡眠指数床”的广告？这是一种十分特别的可调整床，无论你睡在它的哪一边，都会为你提供专属的软硬度。广告里面有一句话，“你的睡眠指数是多少？”睡眠指数是为你的床设定的软硬度。好吧，现在把风险资本想象成你的投资组合睡眠指数。如果你第二天早上醒来，你很有可能损失的是钱。因为一些无法预见的事情一夜之间发生，市场行情改变了走向，所以，这里需要一个指数，令你即便知道最糟糕的情况可能发生，也可以在晚上安然入睡。

波动率

波动率是华尔街最常用到的风险度量指数，这同时也是专家最常讨论到的一个风险度量。波动率是统计学上的一个度量单位，每一个价格定期变化的投资都有一定的波动率。波动率的基本功能是为一项投资检测价格变化并且报告这些价格的离差。在通常情况下，波动率越大，价格的离差也就越大。因此，这项投资在进行交易时，价格的潜在变化区间也就越开。换句话说，也就是证券价值的潜在变化也就越大。价值变化的趋势可能是上升或者下降，因此，较高的波动率意味着更高的风险，因为它标志着投资价值潜在的变化大小。

证券的近期价格变化可以用来测量波动率。如果近期价格变化很大（上升或者下降，或者既上升同时也下降），那么证券的波动率度量很有可能增多，只是这里我们所说的“变化很大”指比证券的正常变化要大一些。用于测量波动率的时间段与测量过程本身有关。在通常情况下，如果我们检测过去12个月的价格，那么就称之为年度波动率。我们推荐你使用这个度量单位，并将它与90天计量制配合使用。年度波动率十分有效，但是当投资者比较90天度量标准与1年度量标准时，他或者她会得到具有指导性的背景。换句话说，你会开始懂得近期价格变化是否会导致投资变得不太稳定。

对于投资者来说，懂得投资组合的波动率可能是最重要的一项功课。当华尔街讨论根据风险调整后的收益时，他们通常是指在同一时期内投资组合的回报对照波动率度量标准的百分比。事实上，这两项度量标准（绩效收益和波动率）分别通常标示在x轴和y轴，用于显示整体收益和整体风险的比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较，如图11.1所示。

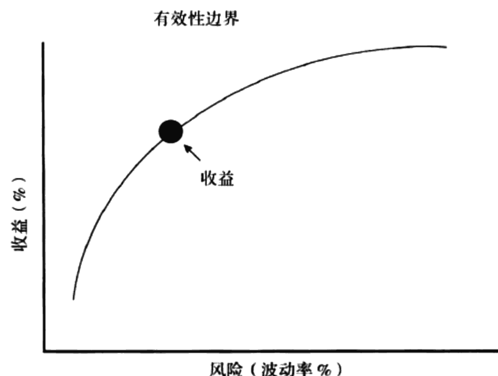


图11.1 风险/收益表：投资组合的有效性

计算你的整体投资组合收益百分率，并将其与你的投资组合波动率一起制作成图表，可以有效地帮助你了解自己的投资策略是否能带来超额收益。为此，你需要知道自己的投资组合波动率是否可以加入这一数据背景。

投资组合波动率很容易计算：

1. 收集市场过去连续12个月自开盘时起的每天的收盘投资组合的清偿率（大概总共252个数据点）。

2. 计算每一天你的投资组合的变化百分率（记住每天为任何存款和取款做出调整）。

3. 在已得出的252点变化百分率中，计算这些变化百分率的标准方差（所有的电子数据表都能进行这种计算）。

4. 标准方差乘以252的平方根（即15.87）。

现在，你已经拥有上一年投资组合波动率，可以把这个数据与你的投资组合收益作比较。

关于投资组合的管理，波动率度量标准可以从以下两个方面帮助买进和对冲投资者。

第一，你可以用波动率去评估任何一项新的投资对投资组合的整体波动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



率的影响。如果整体投资波动率是X，在这个组合中增加一项新的投资，而这项投资拥有的波动率高于X，这就意味着投资组合的整体波动率将增加。但是，如果增加的这项投资的波动率低于X，投资组合的整体波动率将降低。

第二，波动率度量标准为更好地理解风险调整收益提供可能性。正如图11.1中显示的那样，收益和风险在图中分别为y轴和x轴，其中，波动率用于风险轴。

在利用波动率的第二课上，让我们详细分析一下风险/收益表。理论上，投资者总是希望他的投资组合在图中处于有效边界的上端，因为这样就意味着投资组合产生了超额收益，也就是说，投资者做出了极佳的风险调整决定。当然，投资者希望增加收益，但是，理想状态下，风险没有收益增长得快。最终在这张表上，你的投资组合向上或者向左移动的越多，超额收益就会产生的越多。对于很多投资者来说，能够掌握你的投资组合波动率和市场波动率将帮助你成功对抗风险。

许多专家对波动率是一个度量标准这个观点持批评态度，但是最能引起共鸣的批评是：华尔街的许多交易者过度使用“波动率”这一概念。这个度量标准本身并不足以抵抗风险。我们赞同这样的评价，波动率本身是一个覆盖范围有限的概念，但是在这一章中讲授的所有风险度量标准的构建中，这个概念发挥了重大作用——尤其是当它与其他三种度量标准共同使用时。

隐含杠杆

在过去的10年里，杠杆已经成为华尔街的一个流行词语。自2008年股市崩盘以来，越来越多的人开始把风险与杠杆联系起来。杠杆是导致2008年金融业崩溃的罪魁祸首，但是它现在也是规则制定者引领的金融改革的主要推动力。我们十分希望在市场里再也不会看到2008年华尔街里出现的那种杠杆了。

华尔街的杠杆是通过借入资金实现的——这是一种对杠杆的传统衡量。杠杆一直都是一种度量标准，用来衡量投资组合里面有多少资本是由借入资金提供的。这种简单的方程可以表述如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\frac{\text{投资组合总价值}}{\text{投资组合总价值–借入资金}}$$

如果计算结果是1.0，这就表明这个投资组合里面不存在杠杆，因为这里并不包含借入资金。只要任何计算结果大于1.0，这都意味着一定有某些借入资金存在于这个投资组合中。

散户能从他们的证券经纪人那里借得资金，这被称为借用保证金。证券经纪人把组合的投资资产作为抵押，以保证贷款能顺利收回。如果投资组合的价值下降了很多，证券经纪人则有权出售投资资产以保护其抵押品。如果普通散户不要求追加保证金，通常情况下，他们的杠杆值不会大于2.0。当证券经纪人指示投资者向账户里增加资金，或投资者面临经纪人出售投资资产以保护抵押品的时候，就需要追加保证金。

在买进和对冲中，杠杆有不同的意义。为了解投资组合的杠杆，我们创建了一个与其他有所不同的量度制。首先，我们不推荐你使用借入资金进行投资。换句话说，在买进和对冲中，我们推荐杠杆值为1.0最好。因为时机问题，你的杠杆可能有几次高于1.0，但是这应该只是短暂出现的。因此，不要把注意力放在传统的杠杆度量制上，而应该放在这样一个术语上：我们创造的新单词“隐含杠杆”。

期权，在其本质上，是为投资组合创建杠杆。买进和对冲要求使用期权去为你的投资创造最有效和最高效的对冲，但是同时，它要求你避免投资中额外的杠杆。为了实现这个目标，投资者需要去追踪和监管隐含杠杆，因为它最能体现期权中杠杆的强大威力。为了弄清楚隐含杠杆这个新度量标准，你需要从期权中了解杠杆的力量。

你要学习怎样利用期权为你的证券和交易所交易基金创造风险——在很多情况下，并不需要拥有标的证券或者交易所交易基金。并不是每一个被推荐的技巧都会以这种方式运作，但是很多都是。因此，当投资者用到这种策略时，比起直接买进/卖出股票，他有可能只需投入更少的资金创造看涨/看跌风险。让我们来看下面的例子。

假设标准普尔500指数交易所交易基金的交易价格刚好是每股100美元，你用现金开户，账户金额为100000美元，然后你用这笔钱买了10份看涨期权合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



约，执行价格为90美元，行权期从现在算起6个月。这是我们推荐使用的常用对冲策略，这些期权的每股价格为11美元（10美元的价内期权价格加上1美元的外在价值或者时间价值）。因为每份合约有100股，因此总价值就是11000美元。你拥有10份期权合约，在你的看涨期权范围内，总共控制1000只股票。如果你拥有1000股的交易所交易基金，你就控制了价值为100000美元的基金。因此，只要有效地运用期权，你就能拥有价值100000美元的标准普尔交易所交易基金，这通常被称为隐含控制股权。对于每一个使用期权来创造看涨或看跌风险的投资来说，你需要做的就是计算隐含控制股权。

例子里面的投资组合看起来就是这样：

$11000	标准普尔500指数交易所交易基金看涨期权@ $90执行价
+$89000	现金
$100000	投资组合总价值

投资组合里面控制的隐含股权为100000美元——控制的使用了期权的1000股的交易所交易基金价值。

当计算投资组合里面的隐含杠杆时，你一定要把来源于期权头寸的因素考虑在杠杆之中，但是只有在期权头寸用于创造看涨/看跌风险时，我们才有必要这么做，对股权或交易所交易基金可不行。隐含杠杆的公式与我们在前一章中提到的杠杆公式相似。

$$\frac{\text{非衍生证券市场总价值} + \text{每一份衍生头寸的隐含股本价值}}{\text{投资组合总价值} - \text{借入资金}}$$

非衍生证券主要是指股票、交易所交易基金、共同基金和固定收入，它们不包括现金或者现金等价证券。

衍生证券指的是期权、期货和指数期权。

在我们举的例子中，如果用这个公式计算，隐含杠杆值则为1.0，期权头寸的隐含股本价值为100000美元。在这项投资组合中，除了现金没有其他的投资。总投资组合价值为100000美元，而且不存在借入资金。因此，公式中分子为100000美元，同时分母也为100000美元，所以，隐含杠杆值即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为1.0。

因此，在这项投资组合中，让我们增加更多的证券，看看这样会对隐含杠杆的计算有怎样的影响。

首先让我们来增加价值50000美元的微软公司股票，假设每股的交易价为25美元，你购买了2000股。你的投资组合公式表达如下：

$11000	标准普尔500指数交易所交易基金看涨期权@$90执行价
$50000	2,000股的微软公司股票
+$39000	现金
$100000	投资组合总价值

尽管投资组合总价值没有改变，但相比前一项组合，我们控制的股票和交易所交易基金数量更多。在标准普尔500指数交易所交易基金中，我们拥有了价值100000美元的隐含证券和价值50000美元的微软公司股票。这两项的总和为150000美元，这就是我们计算隐含杠杆的分子了。然而分母并没有变化，投资组合总价值仍为100000美元，并且不存在借入资金。因此，现在的隐含杠杆值为1.5。所以，我们得出判断：这项投资组合中的隐含杠杆更高。

从我们的分析中，你不难看出杠杆升高了。但是，这项组合的风险是不是也跟着升高了？隐含杠杆越高，投资组合风险也越高。这其中的原因是，杠杆能使投资组合更快地上涨或下跌。尽管投资者总是希望在处于上涨状态的市场中拥有更高的杠杆，但是精明的投资者明白自己无法时刻保证市场行情一路飘红。因此，创建一个具有加速亏损潜势的投资组合比没有这种潜势的投资组合更具有风险。

我们来看看刚才描述的两种投资组合，并且监管每一种组合的收益/损失情况，以此来说明为什么我们会把杠杆——特别是隐含杠杆，当成一个风险度量标准。表11.1为我们展示的是第一种投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图表11.1 情景#1：标准普尔500指数和微软同时增加10%

	第一种投资组合（隐含杠杆度量标准值为1.0）	第二种投资组合（隐含杠杆度量标准值为1.5）
标准普尔500指数头寸（标准普尔500指数交易所交易基金在每股100美元和110美元之间）	期权头寸增值额在每股9.50美元和10美元之间，可能是9750美元（中间值）	期权头寸增值额在每股9.50美元和10美元之间，可能是9750美元（中间值）
微软公司股票（增长值在每股25美元和27.50美元之间）	无	每股增长了2.50美元，或者说总共5000美元
投资组合总价值	109750美元	114750美元

注解

在标准普尔500指数交易所交易基金中，期权头寸并没有增长10美元，这是因为在期权变现这一过程中，期权内的时间价值很有可能降低了0到50美分之间的某一个值。换句话说，对冲的价值下降，这就体现在价格变化上了。

这两种投资组合案例都是杠杆度量标准值为1.0这一传统值。换句话说，这其中的任何一种都没有涉及借入资金。并且第一种投资组合的隐含杠杆值为1.0。然而，加有微软公司股票的投资组合拥有更高的隐含杠杆，因为当你考虑期权杠杆时，这个组合管理了更多的股权。第二种投资组合的隐含杠杆为1.5，高于市场值。因此，当市场上涨时，第二种投资组合的结果要更好。事实上，第二种组合比第一种多增长了约50%，这就是更高隐含杠杆给投资组合的带来的影响。

表11.2是投资组合下跌的一个例子，这样你就可以更直接地感受到这个度量标准所带来的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表11.2 情景#2：标准普尔500指数和微软同时减少10%

	第一种投资组合（隐含杠杆度量标准值为1.0）	第二种投资组合（隐含杠杆度量标准值为1.5）
标准普尔500指数期权头寸	期权头寸减少额在每股8美元和10美元之间，可能是9000美元（中间值）	期权头寸减少额在每股8美元和10美元之间，可能是9000美元（中间值）
微软公司股票	无	每股减少了2.50美元，或者说总共5000美元
投资组合总价值	91000美元	86000美元

注解

在标准普尔500指数交易所交易基金中，期权头寸并没有减少10美元，这是因为现钱变为期权这一过程中，期权内的时限价值很有可能增加了0到2美元之间的某一个值。换句话说，因为这种下降趋势，对冲的价值上升。

第一种投资组合的价值下降了，但是这种损失并不是很大，因为这项投资组合中的唯一头寸得到对冲（标准普尔500指数价内看涨期权）。第二种投资组合遭受了相对比较大的损失，因为它拥有另外一个头寸——微软公司股票。因此，尽管这两种投资组合在遭受损失之前，总价值均为100000美元，并且传统的杠杆比率均为1.0，拥有微软公司额外头寸的投资组合亏损更多。这种情况之所以发生，是因为它的隐含杠杆值为1.5，而第一种投资组合的杠杆为1.0。

本质上说，期权创造了杠杆。当要决定合适的投资组合结构时，买进和对冲投资者必须把这一因素考虑在内。通过加快投资组合的变化速度，太高的杠杆会增加你的投资组合波动率。本书建议投资者避免所有额外的杠杆，你的隐含杠杆应该保持在1.0或者更低值，你的传统杠杆应该永远只停留在1.0。

买进和对冲投资者能够构建各种各样的投资组合，这些组合不需要借助任何杠杆，不管是隐含的还是其他的，就能够实现尽可能高的风险调整收益。这本书的第五部分讲解的一系列高级期权策略将会使你的隐含杠杆值大大超过1.0，但是这些是更为深奥的话题，最适合于在这些章节中寻找特定风险交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易的投资者。

相关性

单词“相关性”（correlation）的词根是单词“关系”（relation），它有助于我们理解相关性的含义。我们每一个人都知道单词“关系”的含义，因为我们都会有亲戚。所有的家庭关系都有着特殊的标签，暗示着相互之间关系的亲密程度。与表兄弟姐妹，阿姨，叔叔相比，父亲，母亲，兄弟，姐妹与我们有着更为亲密的关系，通常情况下，关系越近，家庭成员就长得越像。兄弟姐妹之间总是会在身体或行为上拥有共同特质。双胞胎的所有特征最为相似，特别是同卵双胞胎。

相关性试图度量两个事物之间的“同一性”。在财经领域，相关性度量标准分析两种不同投资的价格变动，它度量了两种完全不同投资的价格表现出要同时改变的趋势的程度。换句话说，当一项投资的价格上升或者下降时，另一项投资的价格会怎样变化？会朝着同一个方向变化吗（上升或者下降）？会有相似程度的规模或变化吗？

两项投资的相关性越高，它们的价格越趋向同一。相反，相关性越低，就越没有可能朝同一个方向发展。当两项投资有很大可能性朝向程度相同或相似，但却是相反的方向发展时，我们就称之为高度负相关。在投资学上，两项投资的相关性在1.0和-1.0之间。

让我们来看看两家公司，我想大部分投资者都会十分赞同这样的观点：美国联合航空公司（UAL）和三角洲航空公司（DAL），这两家公司关系十分紧密——或者说，至少像堂兄弟。这是美国两家最大的航空公司，同时经营着全美最多的航空业务，并且都把业务延伸到了国外。这两家公司不约而同地停止了在飞机上供应餐食，并且都要求乘客付费托运行李。我们不由得说，这两家真的十分相像。

这两家公司的股票有着十分深厚的历史渊源。截至2011年4月，我们已经连续三年测量了这两家公司的相关性，结果显示为0.84。任何正相关值在0.75和1.0之间的，我们都认为其相关性很高。近六个月的相关性测量标准值为0.87。十分有趣的是，两只股票在近一年的相关性仅为0.4，非常之低，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就意味着从2011年4月起，在6个月至1年内，这两只股票的价格变化幅度一定非常大，尤其是因为最近6个月的相关性如此之高，并被计入上述一年测量之中。

因此，买进和对冲投资者怎样运用相关性度量标准去掌控投资组合里面的风险呢？好吧，我们必须承认相关性算不上传统的风险度量标准，它关乎的是两种价格过去的一种变化趋势，测量这两种趋势是否朝一个方向发展，它解释了相互关联的两项投资的价格会有怎样的变化趋势。从它本身来看，或许它根本算不上风险投资测量标准，但是在你的头寸中，相关性的数值将会在极大程度上影响你风险和对冲的决定，充分了解组合与市场的整体相关性很有必要。

以下是用相关性这一度量标准来作出你的风险决策的步骤：

- 了解你的投资组合中标的投资之间的相关性。
- 当在你的组合中添加一项新的投资时，了解这一项投资与已存在于这个组合中的其他每一项投资之间的相关性。
- 了解每一头寸与交易活跃的市场之间的相关性。我们推荐标准普尔 500 指数。

当进行买进和对冲时，我们向投资者推荐六个月，一年，三年的相关性度量标准。很显然，一年和三年的度量标准为我们描绘的是更为长远的蓝图。在标准普尔存托凭证基金（SPDR ETFs）的网页上，有一个非常奇特的相关性计算工具，用来计算任意两种交易所交易基金或者股票六个月，一年和三年的相关性。你们能在这个网址中找到相关信息：http://www.sectorspdr.com/correlation。

当这些长远度量标准的实际关系变得紧密并且六个月的相关性变得极其不同时，记住：股票价格的修正就变得可能了，但是对于着眼于长远投资的交易者来说，一年和三年的相关性更值得多加关注。除此之外，充分了解我们的投资与交易活跃的市场之间的关系会帮助我们更好地掌控风险。相信价格相关指数化（买进和对冲认同的一种方法）的投资者希望与交易活跃的市场之间的关系更为紧密。

因此，投资组合中的各头寸之间拥有高度相关性到底是好事还是坏事？事实上，两者都不是。组合中的各项投资之间正相关性越高，就表明在这项投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



组合中你所拥有的多元化就越低。在下一章中，你将会学习到多元化也是一个十分重要的因素，为你投资组合抑制风险起着不可忽视的作用。因此，你的投资间正相关性越高，你就越应该小心谨慎地构建合适的对冲。

最后，相关性提醒投资者注意在这项投资组合中达到的多元化水平。多元化的程度是衡量风险的一个重要标志。多元化程度越高，风险越低，反之亦然。

如果投资组合的多元化程度不高，你应该考虑构建更多的稳健对冲来弥补这种缺陷。反过来说也是正确的。我们强调：组合内的投资多元化程度越高，我们进行对冲时越具有竞争力，因为某些风险能够通过多元化来进行控制。

章节重点

- 四项关键的风险投资度量标准必须同时使用，因为没有一个能独自发挥最大作用。当组合使用时，它们能为你做出可靠的投资组合管理决定提供足够多的风险管理信息。
- 如果所有投资最大限度地背离你预期的方向变动，那么，风险资本就是你的投资组合中最有可能亏损的本金。
- 波动率是特定证券或者投资组合的价格离差。它帮助了解你的证券未来潜在价格很可能会出现的变动方向。
- 考虑到期权的使用，隐含杠杆是在你的投资组合中持有的用于创造看涨/看跌风险的全部杠杆。
- 投资组合内相关性越高意味着存在的多元化程度越低。这句话的意思是；为这项投资组合构建对冲时，你需要更加小心翼翼。反过来说仍然正确。多元化程度更高的投资组合会拥有更多具有竞争力的对冲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章



构建长期、多元化投资组合

“如果五分钟后我仍没回来……请继续等候。”

——1994年的电影《王牌威龙》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作为一位买进和对冲投资者，时间总是站在你这一边。耐心点，别短视，你所构建的投资组合会在长期中获益，为了成功，应该给你的投资组合更多的时间。

铁律#3是：巧妙的投资组合等于设定长期目标+投资多元化。

第一条铁律详细地讲解了投资技巧以及买进和对冲策略的中心思想。铁律#2是关于投资组合管理和投资组合构建的度量标准。铁律#3围绕的是怎样构建投资组合这一主题。为了构建有效的买进和对冲投资组合，你需要做的就是要着眼于长远利益的投资，同时，保持一个多元化的投资组合。经过作者们不断地尝试和总结，得出了一套正确的投资方法，第三条铁律是本书的作者也要向其致意的一种经过实战考验的投资方法。在此，我们并不介意从别人那里直接借鉴。我们要说的是1990年的诺贝尔经济学奖得主哈里·马克思·马科维茨（Harry Max Markowitz），正是他在多元化效益领域做出了开创性的成果。

现在，你应该已经注意到这本书关注的几个主题。在风险管理方面，买进和对冲策略被放在首位。另外的一个主题表明了这样一个观点：心理状态有时候会决定你会不会成为一个成功的投资者。另外还有一个主题：在掌控风险的同时，你必须将收益优化。第三项铁律分为两个部分，每部分分别影响前两个主题。

建立长期投资的观点

在买进和对冲组合中，着眼于长远投资是保证成功的一个关键因素。然而，我们能够简单地把这条铁律重新改写为："避免短期投资"。现实情况是，从长期投资观点中获得的利益和从短期投资观点中导致的问题一样具有威力。让我们从短期观点的缺点讲起，然后再转向对长期观点所具备优势的讲解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期观点可以用来定义活跃的交易者或者活跃的投资者。交易者持有短期投资观点将会导致更为频繁的交易，因为在这项组合里面必须找到能够替代原来投资的“候选交易”。我们在这里列出了一系列的原因，用来阐明对于大多数进行组合交易的投资者来说，为什么短期投资总是意味着灾难。

- **高额费用拉低总收益。**短期投资观点通常意味着股票持有时间在六个月左右或者少于六个月，这样会产生较高的投资组合周转率。因为投资者需要为投资组合里面已经结束的那项投资找到替代品，并且这种情况会发生得比较频繁。结果费用和佣金的支付更加频繁，就是这些费用拉低了你的整体收益。

- **过度的投资组合监管导致过度的交易频率。**一个非常活跃的投资者的心理状态可能会背离他预期的方向。短期投资的观点需要对投资组合进行频繁的监管，因为交易者需要不停地为投资找到新的替代品。最新研究表明：额外投资组合监管将会引起过多交易，而这进一步降低了投资的市场绩效。为什么？因为这是人类的本性。投资者越是总盯着一件事物，他就越想动手去改进它。因此，投资者会想方设法地改变他的投资组合，结果就是他们总是无事生非，对这项组合做出不必要的而且十分频繁的“意外之举”。对于这些极力想掌控自己资金的投资者来说，这无疑是一个魔咒。

- **过于耗时。**活跃的投资者或交易者停止频繁交易的主要原因是时间的限制。与众所周知的原因相反，最主要的诱因并不是财产损失或者资金缺失，而是频繁交易需要大量时间——考虑什么时候卖掉现有投资的时间；考虑什么时候开始新的投资的时间；做调查的时间；监控价格的时间。每个人都过着繁忙的生活，就是这种过于繁忙的生活阻碍了交易的活跃度。每当这些时间限制发生碰撞时，繁忙的生活总是占据上风。想想这些：升职，工作是需要大量时间运作的工程，你的孩子们，你的爱好，你的家庭计划，所有这些都需要时间，这就是为什么投资者会停止交易。当生活琐事插上一脚时，时间自然变得紧迫，我们的投资组合随后会因此蒙受损失，因为投资组合需要定期的监管和交易，当它不能从持有者那里得到这些东西时，会因遭受忽视而受到影响。

我们俩并不赞同持有短期交易观点投资者的生活方式，我们相信长期交易定会带来可观的经济效益。我们对长期交易观点的偏好包括许多令人信服的特点，但是最终只列举了两条我们认为最值得提出来的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● **长期投资组合所消耗的时间相对较少。**数学计算是无可辩驳的，如果投资者打算持有这项投资相对长的一段时间(一到三年或者更长的一段时间)，他就并不需要急于找到一项新的替代品。因此，投资组合需要的监管较少，因为这就意味着组合里面的每一项投资都持有相对较长的一段时间。再加上这样一个事实：每一项投资都进行了对冲。这样，买进和对冲投资者可以舒舒服服地睡觉，他只需要每周关注他的投资组合一次(或者可能更少)，看看这些投资表现如何就行了。

● **给予对冲更多的时间去发挥效用，它会表现得更好。**历史证明：对冲过的投资组合表现强于市场本身。这些投资组合会创造出超额收益。更重要的是，相同的数据告诉我们测量的时间段越长，额外的收益就越高。在这里，用另外的一个方式去思考：今日市场的每一个长时间段，都会产生一系列较高的波动率，这些波动率就会让交易者损失一大笔的收益，但是对冲会抵消高波动率带来的一部分损失，因为对冲带来的市场收益高于进行对冲这一过程的所有成本，因此，额外的收益就此产生了。

毫无疑问，长期稳定的投资组合是对冲策略天生的搭档，这也是作者对本书中宣扬的长期交易观点深信不疑的主要原因了。

到目前为止，本章都围绕着长期交易观点的益处在进行讲解。现在我们需要把长期投资观点运用到投资组合的构建中去。换句话说，让我们来构建一些相关规则，这是一些适用于构建长期交易投资组合的简短规则：

● 新的投资项目的预期持有期应该超过一年。

● 组合内应具有规律性地存在一些持有期在两年或两年以上的投资项目，通常这些投资是活跃市场的指数项目。

● 千万不要对潜在持有时间少于六个月的项目进行投资。采用短期交易项目构建投资组合，将会导致一系列问题。

要进行长期的交易，这些规则就是关键。如果考虑在投资组合中增加新的投资项目，要确保你可以惬意地长期持有这项投资。如果你没有信心长时间拥有它，那么就干脆不要进行这项投资。

下一章节将讨论多元化。买进和对冲投资组合中部分多元化的项目包括市场指数的使用。幸运的是，这些指数能轻易地在长期内进行投资。投资这些指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数将会为你组合里面的大部分投资创造合理的市场风险。让我们来看看为什么这十分重要。

创建多元化的投资组合

我们十分推崇对冲，因为它是控制风险的一种基础方法。所谓的“基础方法”到底是什么意思？基础提供稳定性，而且对冲会使你的投资组合更加稳固，同时，稳定性也会减少你投资组合中存在的风险。多元化是控制风险另一项关键的技术。从对投资者的重要性这一方面来讲，它也是一种最基本的策略。当把对冲和多元化这两种投资技巧结合起来使用时，你们的投资组合就有两种重要而又独特的方式来对抗风险，换句话说，这样的投资组合必定会获取成功。

但是多元化到底意味着什么？在本章后面的一些内容中，将会讲解怎样构建多元化的投资组合。现在，让我们来讲解另外一些内容以确保你的确明白了这个单词的含义，并且懂得它具体是怎样控制投资组合风险的。

让我们来看看这样一个例子。假设你隐居在夏威夷，日子过得十分惬意，你的水上屋坐落在这座岛比较偏远的一端。享受阳光的你有一身古铜色的皮肤，你每天都会坚持游泳，晚餐时候会享用新鲜美味的鱼。

但是为了吃到这些鱼，你必须每天亲自去捕捉。一天早上，你将鱼线投入水中，下午的时候你回来检查鱼钩上是否有鱼。假设你只使用了一根鱼竿，那天你就只给了自己一个机会抓到鱼，这就意味着潜在的不理想结果很有可能会发生，那天晚餐你没有鲜鱼可吃。这种风险每天都会存在，很有可能鱼线被缠住了或者鱼饵脱落。任何鱼竿都会因为某种原因而钓不到鱼，但是如果你只有一根，吃不到鱼的风险就大了。

但如果你在第二根鱼竿的鱼钩上放有相同的鱼饵，第三根上面放上一种新型的鱼饵，第四根上面又是另外一种鱼饵和另外一种鱼钩，你就会拥有四种不同的可能性为你的晚餐抓到鱼。为确保万无一失，你还可以在水中下一个捕蟹器。

每一根鱼竿仍有可能无功而返，单独一根鱼竿捕不到鱼的可能性并没有改变，但是晚餐会挨饿的这种可能性却大大降低。只要这四条线上的某一根鱼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竿钓到了鱼，你的新鲜鱼宴就有了着落。当然，你现在需要照看更多的鱼竿，需要投入更多的精力和时间。可能你下了两根鱼竿，一根上面鱼饵掉了，甚至整个鱼竿都不见了。可能你的几条不同的鱼竿上面同时捕到了鱼，你连续两个晚上或者三个晚上都有了足够的食物。让我们来进行一个总结：你投入了额外的捕鱼工具，这样做的结果是你有了足够的机会为你的晚餐找到食物，因此进一步减少了挨饿的风险。

让我们把这个类比进一步推进。额外的捕鱼工具会让你花费额外的钱，那些浪费了的鱼饵和损坏了的工具也会让你花不少钱，但是，换个角度来讲，除了你设想的额外食物外（这些额外的食物可以作为未来几天的粮食或者卖给别人），你有可能得到更多，你甚至可以把今天剩下的鱼作为鱼饵，以供明天继续使用——一种会得到复利的尝试。

使你的投资组合多元化也会产生同样的道理。如果你的投资组合内只有一种类型的股票，将会带给你无法预估的风险。如果投资这种股票失败了，几乎损失殆尽，那么整个投资组合也会损失大部分或者几乎所有的价值。好好想想吧：如果这是安然公司（Enron）2001年的股票，那我们该怎么办？

但当拥有其他类型股票时，即使发生了安然公司那样的事情，股票多元化的投资也能将它克服。同时包含有美国通用电气公司（GE），思科公司（Cisco），卡特彼勒公司（Catepillar），苹果公司（Apple）和其他五到十种公司股票的投资组合很有可能弥补因投资安然公司造成的损失。拥有多种股票和交易所交易基金的投资很有可能会改变你投资组合整体的风险结构。增加其他的投资并不改变组合内已经存在的单项投资的风险发生概率，但是它们会改变整体组合的风险概率。所有这些股票中的10到20只股票价值连续下降的概率是多少？如果所有的板块同时运作不正常，我们该怎么办？如果所有的这些股票像安然公司股票一样宣布破产，我们又该怎么办？事实上，这种概率是极小的。

多元化投资组合的技术定义是这样的：首先这是一种投资组合，当它用美元测算时，里面所有的投资分散在各种资产形式上，并且所有的投资板块互不相关。你应该还记得在前面章节中学过的“相关性”这一术语。两种互不相关的资产指的是这两种资产的价格从不会连动。为了实现真正的多元化，你的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合必须满足这一定义——它必须拥有多项互不相关的投资产品。

但是你怎样才能实现这样的一个目的呢？这听起来太过专业。是的，这是需要一定时间才能达到的要求。但是拥有了买进和对冲策略，我们发现了许多捷径来帮助投资者构建多元化的投资组合，而这样做，并不需要花费大量时间填写电子数据表。

通过前面章节的学习，你应该已经知道：你必须时时刻刻明白投资组合内所有不同投资之间的相关性，但是要想构建拥有股票和债券的真正多元化投资组合，你应该同时投资三十到五十种特定的股票。事实上，这很难处理。因为仅仅是为了梳理清楚这些不同投资之间的相关性这一过程，就会涉及超过1000个数据点。所以说，这样做根本不会管用。

幸运的是，我们的这个行业为不同板块间交易实现多元化而发明了一种新的伟大工具，同时，也为想要的进行投资的资产类别创造了可观的投资可能，这种工具被称为交易所交易基金（ETF）。交易所交易基金的交易程序与股票一样，但是运作方式比较像共同基金。事实上，交易所交易基金是像共同基金那样合法组织起来的。许多个人投资也代表着各种不同的资产类别，而交易所交易基金持有的就是这些各种各样的投资，就它本身而言，交易所交易基金就是多元化的，就像共同基金，它被组织去为某一特定指数提供收益。指数本是一个概括性的术语，但是它也可能是一种更为具体的指数，像资产类别的一个板块（比如说股票资产类别里的科技板块或者债券资产类别里的国库债券）。

因此，为了实现多元化，交易者并不需要进行超过三十种的投资，只需对代表市场指数的股票债券的交易所交易基金（我们将在第23章“在你的投资组合中，交易所交易基金会发挥重要作用”中详细讲解）进行投资。这些交易所交易基金通常持有100种不同或者更多的股票。投资者只需买进一系列的这些基金，他的组合就能实现多元化。同时，你还可以对这些基金进行选择，尽量筛选拥有期权的基金，这样，你就可以对它们进行对冲。

所以，你现在知道了要用交易所交易基金来为投资组合创造多元化，但是你的组合内具体应该有多少投资属于交易所交易基金呢？为了把它弄清楚，你必须让直觉指引自己，这一点将会在下一章中进行讲解。《对冲：掌握五大铁律实现稳定盈利》推荐你暂时把想要进行的特殊投资想法搁置一边，但是不要忽视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





这些想法。检验它们，对冲它们，然后再看看结果如何。

我们想向你推荐一种资产分配来帮助你构建多元化的投资组合，同时也能为你选择个别股票或者基金留有足够空间。所以现在，让我们为投资组合集中讨论资产类别。

以我们的观点来看，有三种可以推荐的资产类别：股票，债券和现金。

股票投资又可分为三类：大盘，板块指数和内心直觉选择，我们来帮你决定这三种怎样进行分配。

对于债券来说，我们建议只在这种情况下使用它们：当你快要退休或者已经退休时，在你的资产分配中运用它们。债券历来用于降低投资组合内的整体风险，因为债券不会跟股票有任何联系。债券能够自动抵消股票头寸的风险。然而，对于买进和对冲策略，我们推荐进行对冲来降低风险。因此，结果就是在降低风险方面，债券的作用并不是那么关键了，但是债券仍扮演了一个重要的角色——它们成为了稳赚不赔的绝佳选择。

至于现金，买进和对冲策略推荐在你的投资分配过程中，只需要投进10%的现金或者现金等值物，这对于新的投资项目或者意外花费来说，足够了。

投资组合信息汇总

当你构建投资组合时，你该怎样进行资产分配呢？首先，要确保你的分配是富于流动性的，能够根据数种不同的情形进行适当的调整。

最基本的投资组合资产分配如图12.1所示。

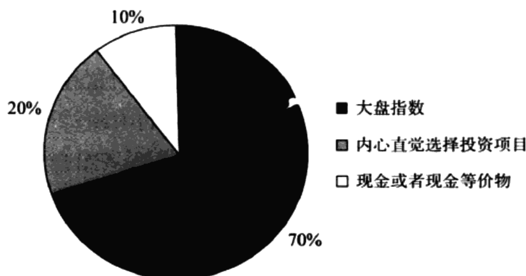


图12.1　目标资产分配：核心的买进和对冲投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了调整投资组合，你需要先回答下面这些基本问题：

1. 你想在个人投资中（你的主观选择）投入多少资金？把它调整为低至10%或者高至40%，就像图12.2中显示的那样，根据情况适时减少大盘的指数分配比率。

2. 你想严格遵守指数投资规则吗？如果你并不想做出任何个人投资决定（使用你的内心直觉），你可以把这部分的投资资金比率减少至0%。这就意味着你90%的资金分配投资在大盘指数上，10%是现金，如图12.3所示。

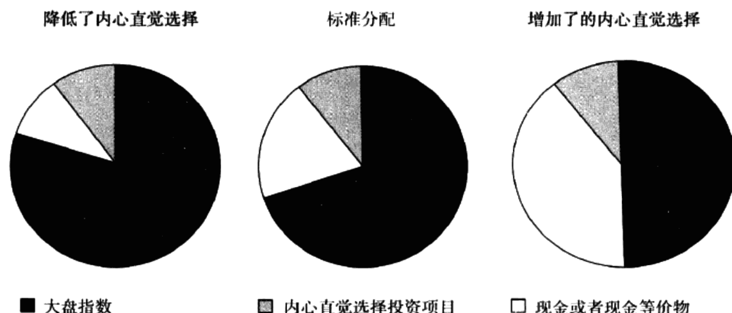


图12.2 目标资产分配：可调整的内心直觉选择

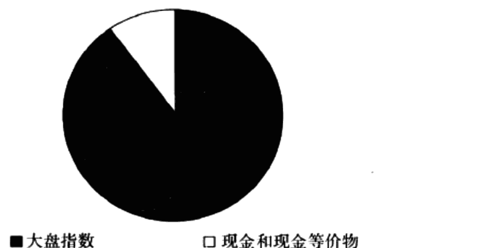


图12.3 目标资产分配：全部都是指数策略，全无内心直觉选择

3. 你是不是已经退休或者快要退休了？如果你10年内会退休，我们推荐分配10%的投资组合资金作为债券基金的投资，如图12.4所示。如果你5年内会退休，把债券基金的投资比率增加至25%。如果你刚刚退休，那么从退休的第一年开始算起，以后逐年把债券基金投资比率增加5%，一直到这个比率达到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



50%。每1%的债券基金比率增长就会导致指数分配和个人直觉投资分配比率的减少（各减少0.5%）。不要将个人直觉选择的投资比率降到10%以下。当它的比率不能够再减少时，把指数分配比率做适当下调：它每下降1%时，债券分配比率就相应升高1%。

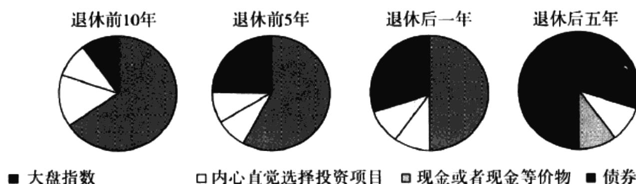


图12.4 目标资产分配：根据退休年限进行调节

4. 推论：如果你是因为一次性完成的目标（不是为退休，而是因为梦想的住宅或者大学教育）而进行投资，当你的目标完成时间越来越近时，调整你的投资分配比率，使你的债券基金比率有所提高。如果出现需要一次性付清的情况，那么在未来两年或者三年之内，把你的债券分配比例提高30%。如果你的目标是四年的大学教育费用，当这种还款开始时，每年稳定地增加10%的债券投资。

值得注意的是，这不是传统的资金分配方案，而是在投资者遵守买进和对冲五大铁律的条件下提出来的。它同时假定每一项投资都进行了对冲（铁律#1），所以，这些我们推荐的分配方法和教科书中的并不一样，但是请记住：教科书中的分配方法仅仅是通过多元化而没有考虑通过对冲来掌控风险。买进和对冲投资者会利用交易所交易基金来创建多元化组合，然后投资者可以利用期权来进一步掌控风险。在一项投资组合里，投资者很可能会过度看重风险，因此可以把这些因素全部考虑在内，适当进行分配的调整。

警告

如果你没有对每一项头寸进行对冲（铁律#1），那么我们推荐的分配方法增加了大量的风险并且很有可能并不奏效。

在分配每一种资产投资类别的指数比率时，需要去决定在特定种类中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你怎样分配多项交易所交易基金。我们推荐使用广义指数交易所交易基金，像标准普尔500指数（S&P），纳斯达克（NASDAQ），或者罗素（Russell）1000，2000或5000。在第23章中突出强调了许多种交易所交易基金，它们同时具有多元性和流动性的特点。更重要的是，我们已经界定了很多种包含期权的交易所交易基金。

决定把你所有的资产全部分配到指数上，这是一种比较常见的策略。被动的投资策略近来非常流行，这种投资方法非常适合没有时间为其投资组合进行自主式和直觉式交易的投资者。抽出时间听听财经频道里评论市场行情的专家是怎么说的吧。在讨论为特定投资假设创造一些广义风险时，这些行家通常会讲到某一种类的交易所交易基金或者指数。

小结

当进行构建投资组合这一过程时，你必须学会三种控制风险的方法：对每一项投资进行对冲，以长远发展眼光进行投资，尽量使你的投资组合多元化。每一项技巧都会降低投资风险，而且从长远发展来看，这三种方法都会帮助你获得额外的收益。更重要的是，所有这些技巧在华尔街中全都尝试过，而且都是可行的。

章节重点

- 选择持有时间超过一年的投资；尽量避免短期交易。
- 你投资组合中的绝大部分投资可以通过选择大盘或是版块型交易所交易基金来实现投资的多元化。
- 只有当你的投资目标时限越来越近时，才需要考虑在你的组合中使用债券。保守地使用它们，因为对冲已经遏制了你投资的下降趋势。
- 在设计你的投资组合时，遵循本章中讲到的资产分配建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章



让你的内心直觉指引自己

"规则#76：别找借口。像战士一样拼命！"

——杰里米·格雷对他最要好的朋友约翰·贝克威茨说道。

2005年热门电影《婚礼傲客》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用自己的钱进行投资最困难的事情就是找到能为你带来巨大收益的投资项目。但是我可以十分确定地告诉你：除非你抽出时间把你的个人投资想法付诸实施，不然你很有可能永远不会知道这种投资是否适合你。别找借口，你必须要向战士一样行动。

铁律#4让你的内心直觉指引自己。

如果这本书已经读到此处，那你应该已经很清楚地知道我们一直鼓励你成为一名自助型投资者。无论你是一位新的投资者，还是资深的投资者，随着时间的推移，你都会拥有一套适合你自己的投资风格。通常情况下，这种风格描述了交易者所作投资的种类——投资波动率大，极具风险的股票还是蓝筹股；类股轮动方式；投资单一股票还是指数化基金；选择价值还是增长。许多关于投资方面的书籍都会推荐一系列的投资风格，但这仅仅是冰山一角。

大多数的交易者都容易被某些特定的投资吸引，那些能为他们赚大钱的投资，能带来成功的投资。这些投资具体是指哪些呢？对于每一个投资者来说，答案是不同的。每一位自主交易的投资者本身都拥有独一无二的知识和经验。你擅长的投资一定是根据你自身的背景来选择的。除此之外，把自身经验用于交易的过程中也很重要。投资者可能非常擅长选择能够获取利润的投资，但是对于已经选择而且正在进行交易的投资，他却不能把握什么时候才是出场的最好时机，这种情况会导致交易者丧失自信。

能够自主进行分析和决定投资策略的交易者会占很大的优势。注意力就等于力量。把注意力放在你的优势项目上一定会获取成功。用另外一种方式表述就是：做你所擅长的事情！挑战就是进行自我分析。你真的能意识到自己究竟擅长哪种类型的投资吗？当把这梳理清楚的时候，你就已经开始让你的内心直觉指引自己了。我们相信每个人都有适合于自己的一种投资方式，你所要做的，就是找到它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相信你自己内心的直觉意味着要面对两个巨大的挑战。第一个就是确定你的投资优势。

挑战#1：确定你的投资优势

每年都有大量自主交易的投资者被淘汰出局，然后停止交易。我们所说的“淘汰出局”是指他们的投资组合市场绩效很糟糕，这样的绩效迫使他们出场。我们不知道具体有多少人会遇到这样的问题，但是根据多年的经验，大概会有接近四分之一的投资者出局。我们注意到这一行业的交易额，平均下来，每户每年达到了50万美元，这是一个非常巨大的数字！

在这些案例中，投资者只是没有弄清楚自己的投资优势是什么。很有可能，他有一些盈利的投资，只是失败的投资造成的亏损超过了盈利的投资带来的利润。在实际生活中，确定自己的投资优势并不像听起来那么简单，因为有许多因素影响着你的成功和失败，而把这些因素分离出来是非常困难的。

对于挑战一，我们的对策是坚持写投资日志。在日志上，每当你进行一项新的投资或者出售已经存在的投资时，统统把它们记录下来，特别是要标注投资的名称，投资偏好（买涨还是买跌），市场偏好（看涨或者看跌），你选择这项投资的原因，投资所属类别，投资的目标价格以及你期望持有投资的时间。同时，也需要包括一项坦率的评价：在作出买进/卖出决定时，是否带有感情因素。

定期地查看你的日志，当你卖出投资时，要适时地更新日志。注解投资的整体成败，包括收益/损失，实际持有时间，以及投资是否达到了预期目标价格。

定期回顾你的投资历史，从中发现它的发展趋势。看看是否某一类的投资能决定你的成败；看看某一时段的持有时间是否比其他的更有可能获取成功；看看你卖出的投资是否达到或者接近你的预期价格目标。

在网站http://www.BuyAndHedge.com上，你可以下载打印空白日志页，这样你就可以记录自己的投资流程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



挑战#2：过分专注某一类投资

足够幸运的投资者能够比其他投资者领先一步发现自己的投资优势。发现自己的优势与发现自己的劣势这两种情况会同时出现，这能方便投资者形成自我意识。实际情况是许多投资者倾向于在特定投资领域找到自己的长处，通常这些领域是投资者密切关注的或者他们正好从事的领域。了解这种状况极其重要，因为它使得投资者在进行交易时更具有效率。

但为什么这会成为一种挑战呢？投资者总是过分专注于他所知道的那一类别投资。买进和对冲能提供一定支持，但是一点点小小的成功就会使得投资者滋生过分的自信心，因而夸大自己在这一领域取得的成就，造成他们的投资组合内这一两种类别的投资所占比率会非常之大，这对投资组合并无益处。

我们将在接下来的一章中进行讲解，拥有过量某一特定类别投资的组合会使这一组合内单项投资间的相关性变得紧密，直接导致组合内多元化的缺失。投资者需要注意这一挑战以免过分专注某一特定领域。有时整个投资行业会呈现不景气的状态，包括这一行业内最好的公司，因此，当这种情况发生时，即使选择了该领域中的最佳企业，投资者也会蒙受损失。

对于挑战2，我们的对策是不要让某一特定领域的股票占你投资组合中资产的10%以上，千万不要！保证在你的投资组合内的50%在大盘指数上交易。（如果你遵循前一章中讲解的多元化规则，你的投资组合内至少已经有50%的投资产品在大盘指数上交易。）这两条规则简单而且易于遵守，它们将会保证你的投资组合不会以过度单一或者多元化不足这两种形式呈现。

执行铁律#4

我们并不想过度强化或者过分复杂化这一铁律。我们的读者是自主交易的投资者，因此，对于你们来说，做出个人投资决定是自然而然的事情，但是还是让我们来仔细看看这项规则是怎样被执行的吧。

买进和对冲推荐投资组合内20%的资金致力于实现你个人的投资想法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换句话说，就是将20%的投资组合资金基于你的内心直觉进行投资。你也可以使用多达40%的资金总额，但是我们劝诫不要多于这个数字；同时你也可以让此资金比率低至10%。但是最低也不能低于10%，以保证投资组合中有你的意志。

为什么我们会推荐这样的投资形式？因为如果你没有采取这种个性化的行动，你就永远不会知道自己的优势在哪里。

谨记每一项投资都要进行对冲（铁律#1）。因此，买进和对冲投资者能够自信地做出个人投资，因为投资的下降趋势会因对冲得到遏制。这种投资比单纯买进股票或者交易所交易基金承担的风险更低，因为我们对每一项投资进行过对冲。

因此，不要为你的个人投资想法而惴惴不安，相信你的直觉。根据你的直觉做出一些投资。当对冲就位以后，下降趋势也就得到了控制。只是千万不要忘了铁律#1！千万不要忘了在日志上记录下你的投资过程。

章节重点

- 通过做出个人投资决定来让你的内心直觉指引自己。
- 为你的投资准备好日志，这是唯一一种找出你投资优势和劣势的方法。
- 在发现你的长处之后，把你的投资集中在这些优点之上。
- 当你紧随铁律#1，你会相信自己的直觉并且实施行动，做出交易，因为你知道自己投资的潜在风险已经得到了控制。
- 在你的投资组合内，基于你个人想法的投资比率应处在10%和40%之间。
- 保持你投资组合内的50%在大盘指数上交易。
- 确保你的投资组合内不会有超过10%的投资集中在某一特定领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章



收获你的得失

“A,B,C。A指永远(always),B指是(be),C指成交(closing)。永远要成交,一定要成交。”

——取自1992年的电影《拜金一族》中布莱克的十五分钟动员讲话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





布莱克的扮演者亚历克·鲍德温在他的演艺事业中，做出了最为出色的十五分钟演讲。在销售办公室里这段讲话随处可见，这已经成为了一段传奇。尽管他的演讲是关于销售，我们仍希望你把它运用于自己的投资上面。为了收获得与失，你必须得平仓。所以，一定要成交！

铁律#5：收获你的得失。

收获听起来和农业有关——它本来就应该是。收获的意思是当稻谷成熟时，将它们收割并集中在一起。农民把它们运送到集市售卖实现利润之前，应该先收获庄稼，而在这之前，所做工作涉及播种和悉心照料稻田。为铁律#5选择合适的词汇可不容易，因为在你的投资组合内，平仓和头寸转换之间的相似性是难以置信的。

每一位农民都希望收获尽可能多的庄稼，他希望最大的产量和最小的浪费，他希望得到最新鲜的，最饱满的，最多的稻谷。投资者也想从他的投资中得到同样东西：最大的收益。毕竟，投资者时时刻刻关注和监管他的投资，就像农民照料他的庄稼一样。

但是有时候投资者会蒙受损失，就像农民损失庄稼一样。即使是一株不再生长的枯萎的庄稼仍需收割，农民需要把这株庄稼从田里移除，为下一株庄稼的种植腾出空间。移除报废的，为新的机遇提供空间。在你的投资组合中，也是同样的道理。有时，某项投资失败了，我们应该立即把它舍弃，然后寻找新的投资机会。

我们收获得失的三个时机

有了买进和对冲策略的保驾护航，我们提出三种收获你得失的情形。这三种情形简单明了，但是需要你定期监管投资组合以便确定最佳的收获时机。当出现以下情况时，你得着手考虑收获你的得失：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 投资达到了你预期的价格目标，或者你的投资假设支撑不住。
- 投资已经有了较大的内嵌收益，但是你希望继续持有它。
- 纳税机会在年终时呈现。

投资达到了你预期的价格目标，或者你的投资假设不再成立

在任何给定时间内，你的组合内总有几项投资是你的内心直觉指引自己的集中体现。你应该还记得在前一章的讲解中我们提到：你的投资想法应该体现在投资组合中，当你头脑中闪现了这些想法，就应该在投资日志里面记录你为这些投资所做的投资假设。

收回一些投资，然后再增加一些新的投资是管理你投资组合的一种常规方法。投资组合将会有定期的周转，只要具备下面两个原因之中的一个，你就应该考虑收回你的一项投资了：一是投资假设证实是错误的；二是你的预期价格目标已经实现。

投资假设应该简单明了。当你为一项投资设定一种假设时，至少每月一次，你应该扪心自问：这个假设是否还是正确的。尽管假设会改变一点点，但是你的平仓标准必须是实质的，假设发生的差错也必须是实实在在的，这意味着该假设不再成立，它不再适用于该投资了。当这种情况发生时，关于这项投资的所有头寸都要进行平仓。

投资出场的第二个原因是预期价格目标已经实现了。你经过前一章的学习，已经明白要记录下你做的每一项投资的预期价格目标。事实上，它被分为两部分：你对投资获利的预期价格和造成使你放弃投资的亏损的价格。当你每月检测你的投资设想时，也应该考虑你是否需要同时调整这两种预期目标价格。

这条规则很简单：不管达到哪种预期目标价格，都应该进行平仓处理。换句话说，收获你的得与失。

投资已经有了较大的内嵌收益，但是你希望它继续承担风险

有时，你的投资会飞快增长，在非常短的时间内产生意想不到的巨大利润，但是收益仍没达到你的预期目标。当这种情况发生时，你陷入了真正的困境。一方面，你的投资已经拥有了非常诱人的内嵌收益；另一方面，它似乎仍有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



继续增长得空间。那么，我们该怎么办呢？

买进和对冲准确地知道该怎么办。对于这个话题，我们绝不会用委婉的方式来表达。不听从这项建议意味着彻底毁掉你的投资组合！我们提出的这项建议充分表达了对冲的强大本质：重置你的对冲，以此来为你的投资重置保护层，这样就可以一方面锁定你的利润，另一方面保持住交易状态。

当正在交易的投资已经能收获利润但是没有平仓时，我们就说这项投资正处于“未实现收益”状态。当然，未实现收益也是用金钱来衡量的，有一种非常有用的办法来确定你重置对冲的时机，这个办法要使用“未实现收益”和读者在第十一章“了解你的风险度量标准”中学到的概念：风险资本（CaR）。你应该还记得风险资本也是用金额来衡量的风险标准。

有一种非常简洁的方法来测量你的投资是否能够被重置对冲，从而锁定利润。这种方法是：把你的未实现收益（以美元为单位）和风险资本（以美元为单位）做一个比较。一旦一项新的投资做出并且得到对冲，它既没有带来收益也没有蒙受损失，这个时候，它其实已经具备了风险资本，如图14.1所示。

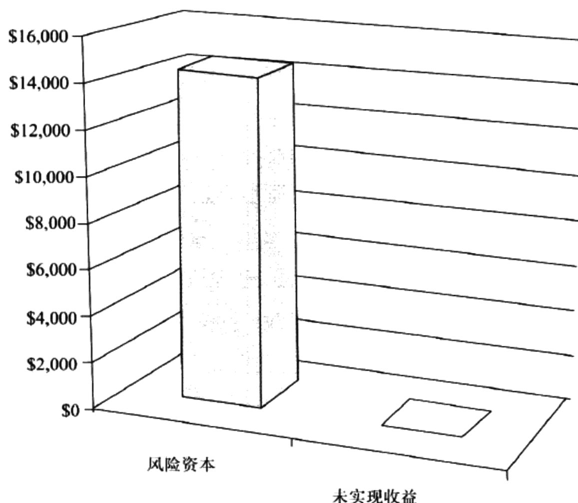


图14.1　风险资本和未实现收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你应该每周评估拥有未实现收益的那些投资，然后再把这个数据与风险成本作比较。一段时间之后，收益会在风险总成本中占有一定比率。一旦当这项投资的未实现收益占到了总风险资本的50%以上，你就要开始着手考虑重置对冲了。图14.2是我们列举的一个例子。

当你已经重置了对冲，为你的投资创造了新一层面的风险，新的对冲会为你带来新的风险资本。同时，也会带来新的潜在未实现收益或者损失。新的投资成本和未实现收益之间的比较如图14.3和图14.4所示。

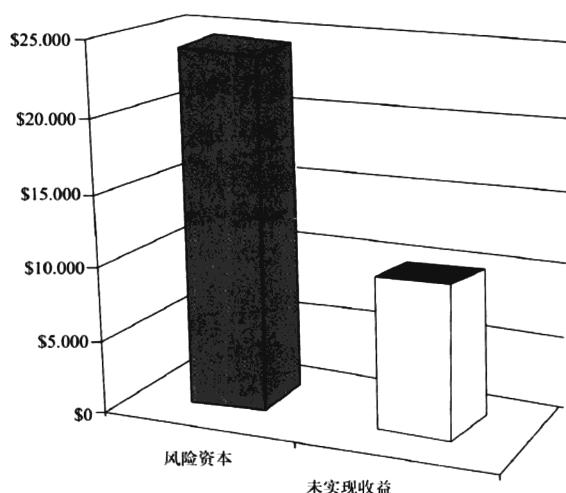


图14.2　未实现收益超过风险资本的50%

图14.3显示的是为0美元的未实现收益和新的风险资本。在这种情况下，交易者将相关投资的对冲重置至更高的新价格。更重要的是，交易者把未实现收益转变为实现利润。要在重置对冲的同时仍保持交易，有时候这种利润就需要实现。在此过程中，投资者需要掌握两种策略：

- 基本策略：价内期权。
- 高级期权策略：价差，包括跨期买卖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



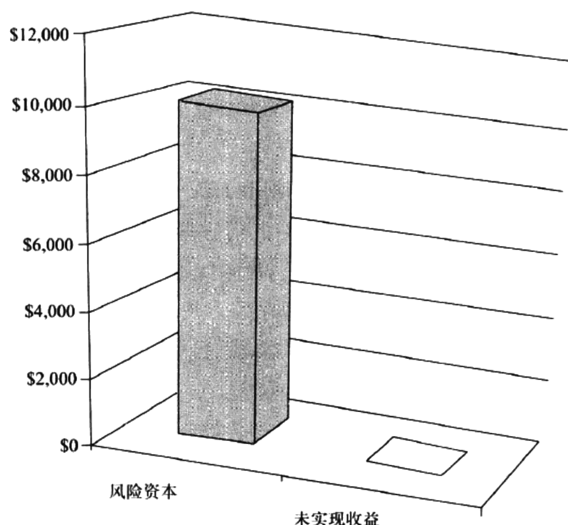


图14.3 收获利润的同时重置风险资本

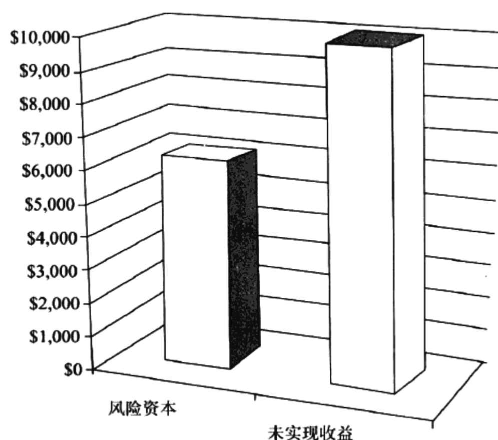


图14.4 保持未实现收益的同时重置风险资本

在图14.4中，交易者保持了未实现收益不变但是重置了对冲，这就导致了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个新的风险资本的产生。买进和对冲策略推荐交易者重置对冲，以便形成未实现收益高于新的投资成本的状态。事实上，在理想状况下，只要你对冲重置得当，未实现收益可比风险资本高出150%甚至更多。当这个目标实现时，高于新的风险资本的所有未实现收益部分变成了被锁定的收益，或者是被保护了的收益。投资者能运用如下策略，以此来达到图14.4中获得的收益：

- 基本策略：配对看跌期权（配对看涨期权）。
- 基本策略：利率上下限期权。

除此之外，使用某种特定的价差策略，投资者只需重置价差“受保护”的一边，而不用改变另外一边，在使用了这种方法的情况下，当其他一边的价差也产生了未实现收益时，投资者可以适当地保持未实现收益。换句话说，有时投资者可以用差额来保持未实现收益——这是一种高级期权策略。

纳税机会出现在年终

对于许多人来说，纳税可能是一个非常可怕的概念，所以我们需要简单讲解一下。当年终（美国的纳税年度）到来时，投资者需要考虑将其纳税义务最优化，这种义务在第二年的八月十五日到期。买进和对冲列出了三种情况，投资者需要在十月到十二月之中考虑这些：

- 在这一年的早些时候，投资者拥有的未实现损失能够抵消完成利润。
- 在这一年的早些时候，投资者拥有的未实现收益能够弥补已经遭受到的损失。
- 投资者想以巨额未实现收益进行平仓，但是将纳税结果推迟到下一个纳税年度。

情况#1：用损失抵消收益

再一次，让我们用简单的方式来进行阐述。你是否还有本年度早些时候已经实现的收益？很好，在你现在所拥有的投资中，你是否有未实现损失能够抵消部分或者所有的收益？如果是这样，你就有机会去完善下一年的税金账单。

要消除未实现损失，就要带着这些损失进行平仓，然后使用我们在第10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章中推荐的其他策略中的一种进行相关或相似的投资。但是要谨记：为了避免触犯美国国税局虚假交易规则，在平仓后至少30天内，你必须避免拥有相同的头寸。确定你使用了新的方式，这一新的方式可以用不同的头寸进行你想要的投资。用想要的对冲保护自己想拥有的投资，同时，蒙受的损失却还能让你节税。

情况#2：用利润弥补损失

这是情况#1的反向说明，有一点点绕口。在任何纳税年度，美国国税局只允许投资者用3000美元的损失来抵消个人所得税。美国国税局允许你将损失带入到未来以抵扣税款。因此，测试就变得简单了，当你把所有的实现收益和损失结合起来一起看待时，你的损失是否超过3000美元？如果是这样，在你现有的投资领域中，是否还有些未实现收益？如果真的有，那么你收获这些收益，就有节税的机会。

要消除未实现收益，就带着这些利润进行平仓，然后使用我们在第10章中推荐的其他策略中的一种进行相关或相似投资。如果你真的能够做到这些，你就能把未实现收益转化成为实现收益，直到你的实现损失总额只有3000美元——你能抵消个人收入的金额。这可以使你自己投身于你想要的投资里面——当然，拥有你希望的对冲保护——与此同时，获得的收益能使你更加节税。

情况#3：把增加的税金推迟到下一个纳税年度

当你获得了巨大的利润，准备平仓的时候，你得考虑是否应该把利润的实现推迟到下一年。你可以利用一些高级期权策略来达到目标，当然，只有当纳税年度的期限快到了的时候，我们才会推荐使用——显而易见，你并没有损失来抵消你的收益。

基本方法很简单，把拥有大量未实现收益的投资搁置不动，找到与我们已有的投资具有负相关性的，拥有大量未实现损失的投资，即，为投资创造一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中性的面貌，而不是看涨或者看跌的态势。

在选择正确的头寸使投资达到中性后，你就已经有效地锁住了你的利润。当一月份来到时，你就可以平仓了，进一步实现你的总收益。换一种方式表述：你已经成功地把收益推迟到下一个纳税年度了。

当一种投资拥有大量未实现收益，而已经获利的某种头寸已经被你持有10~11个月时，这种策略仍然有效。在这种情况下，收益是短期的，但是在收税员的眼中，短期收益变为长期收益需要1~2个月。长期的资本收益拥有相当低的税率——几乎是中上层家庭平均收入所得税税率的一半。因此，当你有机会持有头寸长达1~2个月或者更多时间，并且在这段时间内，你能把短期收益变为长期收益，你就应该考虑使用这项策略。

小结

最终，收获你的得与失是关于管理你投资组合内具体交易的内容，但是作为一位成功的投资者，你需要运筹帷幄，在适当的时机利用这些收益和损失。确保你能运用到这一章中讲解的这些技巧，来使你得到最优的回报。

章节重点

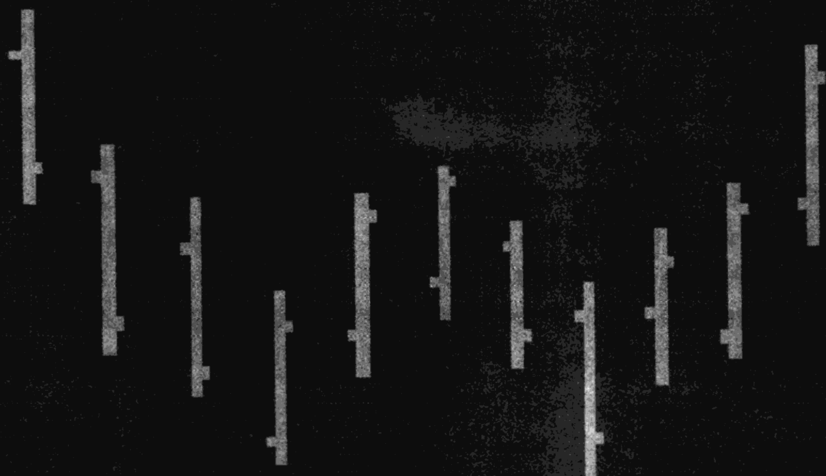
- 投资组合中的交易很正常，但是要确保这是因为你的个人投资决定有进场和出场点才产生的。
- 对冲可以让你在保持对一些特殊头寸进行投资的同时以多个方式锁定利润，这种优势是仅仅拥有股票而没有对冲所不能提供的。
- 有多个纳税时机会促使你做出收获得失的决定。因为买进和对冲推荐了多重策略来实现相似投资，所以你可以使用这些策略来优化你的即期税金账单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分

基础知识和基本对冲策略



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这本书中，我们已经教会了你对冲的理论知识。你现在知道了为什么它很重要，知道了它存在的意义，知道了怎样评估它。现在是时候学习怎样运用它了。

在买进和对冲这一方法上，我们讨论的重心围绕在防御型对冲上面。防御型对冲被设计成提供保护，避免损失以及定义风险。对于进行零散交易的投资者来说，期权是唯一一个我们能够利用到的最具效率的对冲方法。第四部分主要讲解对冲到底意味着什么，为什么期权对于对冲来说是最好的工具以及期权对冲的一些基本策略。

这里是对你已经学到的有关对冲知识的回顾。首先，你已经知道对冲是一种控制风险，降低损失的技巧。除此之外，对冲会减少“厌恶损失感”和情绪带来的影响，避免你做出错误的决定。同时，你也明白尽管对冲在投资领域并不是一项新技术，但是当与指数化和资产分配策略联合起来使用时，它能够显示出真正强大的威力。关于风险这一术语，你知道了风险是输入，而收益才是输出。如果对冲被设计去定义风险，这就意味着它将成为你用来控制风险的措施。最后的，但同样重要的是，你知道了对冲并不免费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章



利用期权进行对冲

塞·斯佩克特：“比尔说你曾经在特勤局工作？”

弗兰克·法莫：“没错。”

塞·斯佩克特：“给重要人物做过保镖？”

弗兰克·法莫：“保护卡特两年，里根四年。”

塞·斯佩克特：“但是里根遇刺过。”

弗兰克·法莫：“当时不是我当班。”

——选自1992年的电影《保镖》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在先前章节中已经提到：设计对冲的目的主要用于保护。保护程度可以根据投资者的偏好进行设置。防御型对冲意味着：如果市场的发展背离你投资偏好的方向发展，某些种类的负相关头寸将会降低或者完全抵消市场带给你的损失。其实我们已经谈到过许多次绝对对冲。绝对对冲表示在特定价格之后，你在这些投资里面所遭受到的损失将停止增加，这并不是止损或者止损单，它们其实是非常受欢迎的订单种类，散户们经常会运用到这些，当价格下降到一个特定值时，它们就会自动出场。在通常情况下，对冲是指一项拥有多种特定头寸的投资，当标的头寸价格下降时，它会增值相同的幅度。

你们应该试着把绝对对冲看成是一种平衡。你见过中式指拷吗？你在每一边都放进一根指头，当你试着把手指往出伸的时候，指拷就会拉紧。你越是挣扎，指拷就会变得越紧。这种表现形式和有效对冲的原理是一样的：头寸变得越糟糕时，对冲抵消它的效果就越明显。

对冲并不需要总是绝对的对冲；他们可能部分降低市场波动所带来的负面影响。我们来举一个例子：假设一个对冲将会降低下降风险的50%，这对于降低投资组合里面的波动率仍然是一种有效方法。在第19章中“风险曲线图：价值千元的图表”，你将会学习到风险曲线图，这会帮助你更形象地了解到这一点。

底线（the bottom line）是你想要用到防御型对冲的地方，它主要用于遏制或者减少你所遭到的损失，因而进一步降低投资组合的整体波动率。你是否记得第8章“波动率是‘氪星石’”中讲解到的“投资者口味测试”——上升/下降10%和上升/下降30%？当波动频率降低时，投资组合市场绩效就会好些，特别当市场处于下跌时。

对冲可以从多种途径达到目标。你们经常可以从电视听到有人谈论怎样通过进入或者退出某一特定板块的方法来对冲当前的市场趋势，从而进一步降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低风险。他们可能会谈到买进另一只股票，以获得某种市场条件下能抵消潜在损失或者获得某种优势的可能。很有可能你曾听过一件著名的对冲案例：买进一家石油公司的股票，比如说像埃克森美孚石油公司（XOM），来抵抗每天都会经历到的油价上涨。是的，它就是一种对冲，但是也有很多时候，这两种开销并不对等。

在那些能够把很多时间和金钱用在研究和分析的机构之中，像这样的推荐就是一种惯例。我们知道你并没有太多的时间或者金钱去做相同的事情。所以，在这本书中，我们教会大家以使用期权的方式创建相关对冲来为头寸建立保护，我们在这里使用单词“相关的”，可能有点轻描淡写，用一种更为直接的方式表述就是：作为对冲的期权能够以很高的确定性来将一个投资所面临的风险准确定义。事实证明这是一种非常精确并且具备预见性的方式。但是请记住：风险是你想去控制的一个方面；同时也是你能够控制的。结果却不是你可以控制的，但是结果的潜在趋势却是由你之前用期权对冲确定下来的。

期权能够为你们提供这么多实用功能的第二个原因是，它们不必花费大笔的金钱就能让你控制那些你想要对冲的市场价值。我们说期权提供了杠杆，因为相对于真正的买进和卖出，期权代表了一定数量股权的优先买进和卖出权。在接下来的三个章节中，我们将更加详细地讨论这个话题。底线是期权使得你能以意想不到的超低代价同时控制多只股票。

用下列方式好好想想。如果你想要为你的房子投保，那么用整幢房子的价值作为保费是没有意义的。这就好像放出一笔贷款，而又要求用贷款的100%作为担保现金一样。

期权让你以超低的资金投入，而去获得相对较高的保护成为可能。

使用期权的第三个，也是最后一个好处就是，他们能够为你寻找到的保护提供资金支持。你可以同时买进和卖出期权去创造一个确定的下降趋势风险，代价是卖出一些上升趋势的期权。换句话说，作为一种为降低风险筹措资金的方式，期权赋予你灵活地卖出一部分潜在表现良好股票的权利。比如，如果你拥有每股价值150美元的IBM股票，你预测它可能会稳定地上涨，到第二年的时候，它的价格会达到你的预期价格目标——200美元。如果那就是你所相信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和预测的，那为什么你不卖掉任何估值高于200美元的股票，为你当前的这个月份创造收益呢？期权允许投资者为获得额外收益而卖出任何层面的股票。在第21章“利率上下限期权”里面，我们将进一步解释这项策略，但这是使用期权创造收益的一个很好的例子。

章节重点

- 在创造防御型对冲时，期权是比较受欢迎的方式。
- 期权允许投资者用十分确定的方式（配对看跌期权）去定义风险等级。
- 期权是杠杆工具，允许对冲过程的实现，而不需要大量的资金。
- 为了获得收益，可以出售期权，为对冲成本提供资金（一种利率上下限期权）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章



什么是期权

“在太空中，我们从未损失过一个美国人；有我在这里也绝不允许我们损失一个！绝不能失败。”

——吉恩·克兰兹。

选自1995年的电影《阿波罗13号》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人们经常提到，期权是一种极具风险的投资工具，的确如此。然而，不被经常提到但却更为正确的一种说法是：期权是唯一的最具多样性的用于限制和定义风险的一种工具。当用作对冲时，相比于其他任何一种投资工具，期权能够为投资者提供更多保护，而且会更好地阻止投资组合的下降趋势，因而会减轻你蒙受的损失。如果你曾经交易过期权，你就会知道，他们早已不再是只有老练的投资者才会使用的难以捉摸的投资衍生品。期权合约的数量正在天文数字般地增长。散户和资深的投资者都会经常使用期权去管理资产。如今，九个不同的期权交易所每天处理着接近1400万份的合约。

那到底什么是期权呢？

期权就是在预定时间以预定价格对确定资产进行买进或卖出行为的合约。任何一位熟悉术语“期权性风险”的投资者都会知道它提供了一种选择，给交易者当下行使未来权利的可能，这就是期权的准确意思，但是要注意的是它出现在金融市场。不管你相信与否，在日常生活的一些事物中，你总会用到期权的一些基本方面，比如说购买减价商品，或者购买保险作为保障。

想想你拥有一份优惠券，能够购买唐尼披萨屋（Tony's Pizzeria）价值为10美元的一款披萨。我们以前的一位同事曾经使用过这个例子，用于描述看涨期权是怎样发挥作用的，我们觉得有必要在这里重复一遍，作为这份优惠券的持有者，你拥有购买一份披萨的权益，无论唐尼的柜台前卖的是什么披萨。优惠券连系的另一个人就是唐尼，他有义务卖给你价值10美元的披萨。这就是描述期权发挥效用最形象的例子，它赋予持有者以特定价格购买股票（或者其他类型的产品）的权利，而并不需要考虑市场上正在交易什么，就像优惠券，期权也有一段的行权期。以上就是一个准确地描述看涨期权运作情况的例子。

另外一个例子是购买新电器的保修，比如说一台洗碗机。假设零售商店卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给你保修，这样你就拥有了得到免费维修的权利，当你不满意时，你甚至可以把你购买洗碗机的钱要回来。也就是说，当你的新洗碗机停止工作时，保修变得更具有价值。如果它只是需要一个小小的维修，比如说一个新的把手，保修带来的好处就抵消了这项麻烦，你会打电话叫来这家商店的维修人员更换损失的零件。毕竟，你购买了保修，为什么不使用它呢？在对保修的投资上，你甚至觉得赚回了一点点钱。

如果洗碗机发出很大的噪声，并且漏水导致厨房一片汪洋，这就需要更换一个新的电机，那么你就会觉得购买保修真的十分明智。当脏盘子堆得一层又一层时，你开始格外重视花费在保修上面的这笔钱了，对于你来说，保修的价值就等于洗碗机维修的费用。这段过程，与看跌期权的运作方式相关。在这本书中，随着我们深入地讲解期权，你也会更加明白。

让我们把这个定义分割成若干小部分，以便使你更为明确地理解期权的含义。

“期权就是指合约”，在这种情况下，我们所说的“合约”就意味着一种协议。今后当我们描述买进/卖出行为时，将会扩展“协议”的含义。期权是在自由市场上进行交易的，因而可以像其他任何投资一样买进或者卖出。在同意你交易期权之前，经纪人会要求你去确认关于期权方面的知识。当你交易期权时，并没有任何具体的书面材料如法律合同那样需要签署，但是它以最基本的方式起到约束作用——那就是对整个投资组合的经济影响。这种合约不具备重新约定的可能性。如果它是在投资组合内，合约的持有者就会被里面的条款所约束。所以即便这些条款是强制性的，合约的持有者仍可以通过买卖合约来选择是否需要持有它，这一点仍然是最棒的，当然，只要合约没有过期。

让我们移至这个定义的下个部分。

“期权就是……进行买进或卖出行为的合约。”有两个种类的合约：认沽和认购。认购赋予了期权拥有者以特定价格买进某只股票的权利，而认沽则赋予期权拥有者以特定价格卖出某只股票的权利。通常我们的投资者很容易弄混这两个术语，因此，这里我们给出两个相对比较简单的定义，可能会帮助你更好地记忆。

认购允许期权持有者从他人手中购买某只股票（即通常所说买进股票），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而认沽则允许期权持有者向他人出售某只股票（即通常所说卖出股票）。

这里有另一种方式便于日常记忆。当某个人呼唤宠物狗时，他通常是想让这只狗跑到他的面前来，因为毫无疑问，狗肯定在别的地方。你呼唤它，然后这只狗就会跟随着你了。你认购股票，然后这只股票就成为你投资组合中的一分子了，（注："呼喊"使用的单词是"call"，"认购"的英文单词也是"call"，因而可以进行联想记忆）。

当某个人把某些事情放在一边，他便是远离了它，并且不再拥有它了。你把杂货丢弃了，意味着你不会再随身携带它们了。你把股票出售给某人，意味着这只股票不再是你投资组合中的一分子了（注："丢弃"使用的单词是"put"，"认沽"的英文单词也是"put"，因而可以进行联想记忆）。

认购=买进行为；

认沽=卖出行为。

看涨期权的持有者拥有从合约签署人那里购买某只股票的权利（买进股票）。这意味着合约的卖出者/签署人有义务把他的股票卖出给认购的投资者。在前面关于披萨的例子中，优惠券的持有者拥有购买价值10美元披萨的权利；另一方面，唐尼必须售卖给他这样价格的产品。

看跌期权的持有者拥有着向合约卖出人售卖某只股票的权利（卖出股票）。这意味着合约的卖出者/签署人不得不接受卖给他或者她的那只股票——换句话说，从认沽持有者那里购买这只股票。在前面的内容中，我们列举的关于洗碗机的例子，购买保修的个人有权利让卖出保修的那家商店履行维修洗碗机的义务；在另外一个方面，商店不得不承担更换损坏零件的责任。

当拥有者决定使用期权赋予他的权利，这个过程就被称做"履约"；另外一个方面，卖出者有一个合约需要履约，我们就称这个过程为"卖出"。拥有者执行他的或者她的合约权利同时也必须履行相应的义务。

这样看起来认购行为的发起人（拥有购买某只股票权利的人）和认沽过程的售卖者（不得不卖出股票的人）似乎有些相似，或者说认沽过程的发起人（以特定价格出售某只股票的人）和认购过程的卖出者（不得不卖出某只股票的人）看起来似乎有些相似。从投资偏好的角度来看，这是正确的，认购持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者是看涨趋势，就像认沽的售卖者一样。相似地，认沽持有者是看跌趋势，就像认购的出售者一样。

然而，它们的相同点也就只有这些了。在风险层面和回报层面，期权购买者和期权售卖者仍然有着许多的不同点，这些你将会在接下来的一章中进行学习。

期权定义的下一个部分是：

“期权就是……以预定价格……进行买进或卖出行为的合约。”

我们所说的“特定价格”指的是“执行价”。当拥有合约者决定行使他的权利时，买进/卖出行为就出现了，进一步，价格也就形成了。实际上，这个执行价包含在“期权代号”之中，执行价只是它其中的一个组成成分。了解这些很有用，因为对同样的期权代号，拥有不同执行价的不同的期权随时都可能出现。

对于认购持有者来说，当他想要去行使权利买进某只股票的时候，执行价就是支付价格，但是对于认沽持有者来说，当进行产品卖出时，这个执行价指的就是他出售股票的价格。通过期权合约术语的定义，我们知道期权的执行价是不会变化的，不管资产在市场中怎样表现，它都已经被锁定了。

值得注意的是，有时一个执行价可能通过某个共同行为而得到调整，比如说像是股票分割或者说是大型分红。从数字上讲，市场会平等地处理这些改变，因此期权持有者并不是处于不利地位。你不会经常性地遇到这种情况，但是你必须知道这种情况的存在。

对于一个认购行为，当执行价低于股票的现有市场价格时，这个期权是具有很高价值的。

举个例子，假设美国通用电气公司（GE）的股票在自由市场上以每股20美元的价格进行交易。执行价为15美元的看涨期权会允许它的持有者以15美元每股的价格购买这只股票，而不是市场上规定的20美元的价格。显而易见，相较于自由市场价格，认购持有者得到一只股票实际上少支付了5美元。如果你拥有这项期权，真是再好不过了。低于市场价格买进股票一直都是一件美妙的事情，因为你可以转身就立刻以每只5美元的价差利润卖掉它。

对于一个认沽行为，当执行价高于股票的现有市场价格时，这个期权就更加具有价值了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





我们再来举一个例子，假设美国通用电气公司（GE）的股票在自由市场上进行交易，每股的交易价格仍然为20美元。执行价为30美元的看跌期权会允许它的持有者以30美元每股的价格出售这只股票，而不是市场上规定的20美元的价格——相比于自由市场上的交易价格，每只股票足足高出了10美元。长期看跌期权持有者可以进行出售，然后立刻获利，这是期权赋予他的权利。对于认沽持有者来说，每只股票立刻获得10美元的利润是非常美好的事情。下一章的内容包含关于价格的更为详尽的信息，但是上面的例子会帮助你了解为什么执行价对于投资者来说非常重要。

让我们返回到对于期权的描述：

“期权就是在预定时间以预定价格……进行买进或卖出行为的合约。”

期权有行权期，这意味着他们不会永远有效。一旦超过行权期，期权就会变得一文不值。在这一点上，期权和股票大不相同，因为只要公司继续上市交易，你就能永远持有这家公司的股票。但是期权的行权期有很多不同的时间段——一周的，一个月的，一个季度的和一年的。然而，其中投资者最常运用的是一个月的期权行权期。

行权期为一个月的期权在这个月第三个星期五接下来的第二天，也就是星期六的时候到期。是的，这种算法让人十分费解，其复杂程度就像让我们算清楚复活节在哪个星期天或者选举的星期二出现在哪一周一样。投资者并不能在星期六的时候交易期权，因此，在星期六行权期截至之前，能进行交易的最后一天就是星期五了。但是除去这些常规（就像华尔街的所有其他事情一样）外，也会存在一些例外，比如说指数期权。不过奇怪的是，经纪人仍可以通过观察距离行权期还剩多少天，计算整理出这条规则。图16.1清楚表明了这一时机。

在期权代号中，行权期很清楚地显示出来了，对于行权期为一个月的期权来说，它通常用相对简单的年月表示。我们举例说明，行权期显示为SEP11的期权意味着这一期权将会在2011年9月第三个星期五之后的星期六那一天过期。显而易见，用SEP11的方式表示更为简单明了。

行权期为一个月的期权在上一个月的期权结束后立刻开始了。如果SEP11期权的行权期在这个月第三个星期五，接下来的星期六那一天到期，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

OCT11（期权在2011年10月第三个星期六到期）开始于接下来的那个星期一。没错，现在仍然处在九月，但是它依然被认为是十月期权行权期，因为十月的时候才到期。

2011 OPTIONS EXPIRATION CALENDAR

JANUARY

S	M	T	W	T	F	S
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	●	18	■	■	◇21	⬚22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

FEBRUARY

S	M	T	W	T	F	S
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	■	■	◇18	⬚19
20	●	22	23	24	25	26
27	28					

MARCH

S	M	T	W	T	F	S
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	■	■	◇18	⬚19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

APRIL

S	M	T	W	T	F	S
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	■	◇15	⬚16
17	18	19	■	21	●	23
24	25	26	27	28	29	30

MAY

S	M	T	W	T	F	S
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	■	■	◇20	⬚21
22	23	24	25	26	27	28
29	●	31				

JUNE

S	M	T	W	T	F	S
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	■	■	◇17	⬚18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30		

JULY

S	M	T	W	T	F	S
					1	2
3	●	5	6	7	8	9
10	11	12	13	■	◇15	⬚16
17	18	19	■	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
31						

AUGUST

S	M	T	W	T	F	S
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	■	■	◇19	⬚20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			

SEPTEMBER

S	M	T	W	T	F	S
				1	2	3
4	●	6	7	8	9	10
11	★	13	14	■	◇16	⬚17
18	19	20	■	22	23	24
25	26	27	28	29	30	

OCTOBER

S	M	T	W	T	F	S
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	○10	11	12	13	14	15
16	★	18	■	■	◇21	⬚22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

NOVEMBER

S	M	T	W	T	F	S
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	○11	12
13	★	15	■	■	◇18	⬚19
20	21	22	23	●	25	26
27	28	29	30			

DECEMBER

S	M	T	W	T	F	S
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	■	◇16	⬚17
18	19	20	■	22	23	24
25	●	27	28	29	30	31

⬚ 股票指数，现金结算货币和国库券/利率期权行权期截止日

■ 指数期权上午停止交易

◇ 到期股本，指数期权和货币、国库券/利率期权在下午停止交易。到期，现金结算货币和国库券/利率期权在中午12:00停止交易，（美国）东部标准时间

● 交易所休息日（额外的休息日将会另行通知）

○ 银行休息日

■ 2014股本，增加的长期股本

★ （波动率指数）行权期截止日

每季度截止日期

图16.1　2011年行权期日历

行权期为一个月的期权跨度时长通常最少为两个月：当前月份和接下来的月份。因此，当一个月结束时，行权期跨越这两个月的另一个期权就产生了。例如，当SEP11期权到期时，2011年10月开始的星期一就是2011年11月期权开始交易的那一天。

使情况更加复杂的是，行权期为一周的期权在这个星期的周四停止交易，并表示为期权期内到期的一周。因此，SEP2 11的意思是这个期权在2011年9月的第二个星期四到期。因为买进和对冲推荐交易者进行投资时应该着眼于长远打算，你应该只是在极少情况下使用行权期为一周的期权，但是为了避免混淆，你需要拥有在期权链中识别它们的能力；另外一件关于行权期为一周的期权的事情是：它们只会出现在进行交易的那些周里面，这就会防止你不自觉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地在大多数情况下使用行权期为一周的期权，但是你仍需时时刻刻能够辨别他们。

行权期相对较长的期权包括行权期为一个季度和行权期为一年的期权，这些期权因为LEAPS这个术语而被大家熟知，LEAPS在这里代表着长期普通股预期期权（long-term equity anticipation security options）。我们预计LEAPS在每年的一月期权行权期内。如果它并不在正常的那一个月的那一周里面，季度期权行权期就会以和每周期权行权期一样的方式报出。不同的符号有着不同的季度期权行权期，但是它们总是有三个月的间隔。比如说，季度期权行权期的截止日期很有可能在12月、3月、6月和9月，这些月份也并不固定。

好消息是这些日期的具体制定方法并不重要，最需要注意的是在期权行权期截止之前尚有多少天。

下面是期权定义的最后一个部分：

“期权就是在预定时间以预定价格对确定资产进行买进或卖出行为的合约。”

期权并不存在于每一种资本类型，它们大多数情况下仅仅是运用于以下特定的类型：股票，指数和交易所交易基金，但事实上，期权也会存在于其他工具之中，比如说期货和外汇（但是，在这本书中，我们并不讨论这些资产类别）。期权的描述包括基本资产，并且通常和该资产类别具有相同的代号。标准期权意味着每份合约包含100股。非标准期权可能利用的是不同数量的股票，多个的期权代码，甚至是现金。然而，当期权被认为是非标准期权时，经纪人会进行特别的强调。事实上并没有描述非标准期权的标准方法（我们不是在开玩笑，不过说起来还是挺有趣）。

每份合约100只股票的比重通常被称为乘数，这个术语在这本书中通篇都会用到，这就意味着每份合约控制100股。比如说，执行价为15美元的认购意味着持有者拥有以15美元每股的价格购买100股的权利。

并不是所有的股票，指数基金和交易所交易基金都会有合适的期权进行交易。通常情况下，他们被限定在数量较大或者非常受欢迎的股票上，但是并不用担心，当你决定投资时，将会有成千上万的选择余地。

在你开始学习下一章的内容之前，让我们来研究一些期权，并且逐个分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GE SEP11 20 call（通用电气公司SEP11 20认购）

- GE是标的股票符号（指定资产）。
- SEP11 20是行权期截止日期。在这个例子中，它是每月期权，因为其中并没有提到周。
- 20指的是认购的执行价。
- call（认购）是期权的种类。请记住认购赋予持有者购买股票的权利。

用日常用语来说，这个期权意味着在2011年9月截止期前，该持有者拥有着用20美元每股购买美国通用电气公司股票的权利。

接下来是认沽的一个例子：

IBM OCT2 11 205 put（国际商务机器公司OCT2 11 205认沽）

- IBM是相关公司。
- 这些期权在2011年10月的第二个星期截止，而且可能是在9月。
- 205指的是认沽的执行价。
- 这是一个看跌期权。我们要提醒读者，认沽赋予持有者在行权期截止之前，以执行价售卖股票的权利。

用日常用语来说，一份IBM OCT2 11 205认沽意味着在2011年10月第二周之前，这份合约赋予持有者以205美元每股的执行价售卖股票的权利。

章节重点

- 期权就是在预定时间以预定价格对确定资产进行买进或卖出行为的合约。
- 期权有4个部分。
- 期权对应的相关资产类型。
- 期权什么时候到期。
- 执行价。
- 它属于看涨期权还是看跌期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章



期权头寸

“听着，我是一个政客，这话的意思是：我是一个骗子，一个说谎的人，如果我不是在亲吻婴儿，那我就是正在偷他们的棒棒糖，但是这也说明了我仍然具有选择的余地。”

——杰弗里·佩尔特。

选自1990年的电影《猎杀红色十月》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们选择了电影里面的这样一句引语，并不是说对期权的使用意味着你得是一个骗子或者说谎的人，而是要了解期权的本来意思。选择，期权给予你选择怎样去管理投资组合的能力。即，给你一个“选择”。

在前面的章节中，你已经学习到了期权就是在预定时间以预定价格对确定资产进行买进或卖出行为的合约。在这一章中，你将会知道什么是期权头寸，怎样去读懂期权链，以及执行价为何如此重要的原因。

每一份期权合约都有两个部分：买方和卖方。弄清楚这个很重要，因为在合约中，每一方都扮演着完全不同的角色，而且每一个角色都需要去确定。我们来回顾一下，期权合约的买方（也被称为拥有者）具有所有的权利和决策权。与此同时，无论买方决定何时去行使合约权利，卖方（也被称为卖出者）都有义务满足合约条款。看起来似乎天平完全倒向买方这一边。但是不要为卖方担忧，正是因为他们的这项义务使得他们可以提前得到付款。通常，卖方站在了这场交易的有利一边。

当投资者是期权的所有者或者说买方时，他就是多头；如果投资者是合约里面的卖方或者说卖出者时，他就是空头。这就像长期股票和短期股票，而且同样的术语也适用于期权。除此之外，就像股票一样，在这些合约数量面前，去辨别期权的持有者是否是多头或者说空头可以说是无迹可循。负面的期权头寸意味着持有者看中的是短期眼前利益。在它们面前，当合约的数量没有迹象或者说拥有充足迹象，这就意味着持有者看中的是长远利益。

我们来总结一下这些术语：

拥有者=买方=多头

卖出者=卖方=空头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得注意的是，期权拥有者并非必须要行使协议中的权利，这个决定完全依赖投资者自己。然而，卖方并没有话语权，而且无论何时买方决定去行使合约权利，他都有义务履行合约，但是，如果他们觉得这是出场的好时机，在自由市场上，这两方通常都可以不进行头寸交易。

在前面章节中我们已经讲解过，期权就是协议。这些协议包括一系列的合约，并且无论协议是什么样的规模，都可以进行构建。此外，合约可以根据协议条款的具体需求而进行创建。这意味着只要投资者立刻想要一项协议，期权就可以被建立起来并进行交易。这一点和股票大不一样，因为股票的份额受到限制，并且如果没有特定种类的共同行动，这些份额总量并不可能改变。对于期权来说，只要协议的条款存在于市场上面，总会有能够进行交易的合约。

这里是关于一个期权头寸的实例：

5 GE SEP11 20认购

- 每一份合约包含100股，这就意味着五份合约共有500股。
- 头寸是多头头寸。
- 标的股票是美国通用电气公司的。
- 行权期截止日期是2011年9月。
- 执行价为20美元。
- 期权为看涨期权。

简单来讲，这个期权赋予持有者在2011年9月之前用20美元每股的价格购买美国通用电气公司500股的权利。

期权链

每一只股票可以拥有许多完全不同的期权。事实上，在相同的标的股票上面，有着许多不同的执行价和行权期限，因此可以创建各式各样的期权。下面这一系列的期权被称为期权链。如图17.1所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Option Chain for Citigroup (C)

$4.425 ▼-0.095 (-2.10%) Volume: 574.79 m 3:08 PM EDT Sep 24, 2009

Option Filter: Composite | All | At the Money | GO

| All

Calls	Last	Chg	Bid	Ask	Vol	Open Int	Strike	Puts	Last	Chg	Bid	Ask	Vol	Open Int
September 2009														
@CIV	1.30		1.29	1.32	0	0	3.00	@CUV	0.01			0.01	0	688700
@CIW	0.33		0.29	0.33	0	3	4.00	@CUW	0.01			0.01	0	476529
@CIP	0.01			0.01	0	1403269	5.00	@CUP	0.67		0.68	0.70	0	0
@CIX	0.01			0.01	0	309159	6.00	@CUX	1.61		1.66	1.71	0	0
October 2009														
@CJV	1.45	-0.11	1.44	1.46	2515	24236	3.00	@CVV	0.01	-	0.01	0.02	12578	42206
@CJW	0.54	-0.08	0.54	0.55	40249	123650	4.00	@CVW	0.12	0.03	0.11	0.12	26061	526980
@CJP	0.12	-0.02	0.11	0.12	72996	661657	5.00	@CVP	0.68	0.09	0.67	0.68	16075	128365
@CJX	0.03	-0.01	0.03	0.04	35560	240636	6.00	@CVX	1.60	0.10	1.58	1.60	2343	105386
November 2009														
@CKV	1.47	-0.15	1.48	1.49	2439	316	3.00	@CWV	0.05	0.01	0.04	0.05	11687	6677
@CKW	0.68	-0.07	0.68	0.69	3854	4189	4.00	@CWW	0.24	0.01	0.24	0.25	18757	10570
@CKP	0.26	-0.04	0.25	0.26	17541	20032	5.00	@CWP	0.81	0.04	0.81	0.82	2306	4618
@CKX	0.09	-0.02	0.09	0.10	4300	16771	6.00	@CWX	1.66	0.13	1.65	1.66	567	1462
December 2009														
@CLV	1.52	-0.16	1.53	1.54	2289	272745	3.00	@CXV	0.09	-	0.09	0.10	1735	160365
@CLW	0.79	-0.09	0.79	0.80	5357	213288	4.00	@CXW	0.35	0.04	0.35	0.36	8162	323692
@CLP	0.37	-0.03	0.36	0.37	12799	366731	5.00	@CXP	0.93	0.08	0.92	0.93	3818	110125
@CLX	0.17	-0.02	0.17	0.18	3041	206504	6.00	@CXX	1.74	0.15	1.72	1.74	873	27696

图表17.1　美国花旗集团期权链

想要学会使用期权进行对冲，你需要学会看懂这张图。

首先，你们需要注意到执行价跑到了这张图的中间部分。你很快就会发现看涨期权处于左边，而看跌期权在右边。当你同时关注两种期权时，这是通常都可以出现的状况。看涨期权和看跌期权也可以分开关注，这因不同的表示形式而各有不同。

接下来我们将进行行权期的讲解。期权的分类因为行权期的不同而不同，这样就会更容易显示出期权费是怎样根据执行价而变化的，不用理会不断变化的日期。

最后，需要多加注意的是期权的价格。它是通过买入价，卖出价和定价这几个程序体现出来的。就像股票定价是期权交易最后的价格，买入价指由买方报出表示愿意按此水平买入的一个价格，而卖出价是指卖方报出表示愿意按此水平卖出的一个价格。我们称这两个价格点的差异价格为递盘虚盘差价。对于股票交易者来说，定价、买入价和卖出价这三者之间的差别微乎其微。除非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你们正在讨论一个数量特别大的股票，那么递盘虚盘差价的微小差别并不值得特别的担心，但是对于期权交易者来说，递盘虚盘差价可能相当之大。价格不一致的出现是因为在市场上，期权的交易可能并没有那样频繁，不管标的股票的数量有多大。定价也可能与期权递盘虚盘差价的差别很大，因为它很有可能几天甚至几周都没有过交易。然而，当市场行情变动时，期权的递盘虚盘差价也会跟着不断更新。

许多机构和经纪人都会计算递盘虚盘差价的中间值，作为一种期权的市场价值，我们称为“标志值”。然而，这样一个标准也会变化，因此注意一定要询问你的经纪人关于期权价格对投资组合的影响。通常限价订单应该在标志值之中，或者稍微远离它一点点，因而你的订单能够被执行。不要期盼买盘在递盘执行或者卖盘在虚盘执行。这并不像股票交易，只有在进行股票交易时，你才能如此期望，但是在期权交易中，情况就大不相同了。

这张期权链的图同时展示了其他数据点。期权量和期权的未结清权益率正如递盘/虚盘一样标准。期权量和股票量相似，它代表着那一天有多少的合约已经进行过交易。未结清权益率代表前一天收盘后绩效突出的期权合约累积数量。当新的开盘头寸一夜之间进入市场并被人持有时，未结清权益率将会升高。产生一个新的头寸意味着一个多头头寸或者一个空头头寸的出现。当期权合约交易完毕时，未结清权益率将会降低。它可以和其他期权数据同时使用，可以对关于标的头寸的市场偏好有所了解。为了对冲的目的，我们并不需要频繁使用未结清权益率或者期权量，但是熟知这些概念对你来说，必将具有一些好处。

价内期权（ITM），价外期权（OTM），平价期权（ATM）

在我们讲期权费的具体计算之前，有必要先解释一下对于持有者来说，期权头寸到底意味着什么。首先，我们来回顾一下，在前面章节中，你们已经了解了执行价。对于一位认购持有者来说，当他想要去行使权利，买进股票时，执行价就是他需要支付的价格。对于认沽持有者来说，当进行股票卖出时，执行价就是他出售股票的价格。

让我们返回到美国通用电气公司（GE）的这个例子，在自由市场上，它的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易价格为20美元。以15美元的执行价进行认购将会准许认购的拥有者以15美元每股的价格买进股票，而不是20美元。作为一位精明的投资者，你知道以低于市场价买进通用电气公司的股票是一件美妙的事情，因为你可以转身卖掉这些股票，获得立竿见影的效果：每只股票可以获取5美元的利润。

对于认沽行为，当执行价比现有市场价格更高时，期权就更加具有了更高的价值了。

我们来列举一个认沽的例子：美国通用电气公司股票在自由市场上的交易价格仍然是20美元。执行价为30美元的看跌期权准许持有者以30美元的价格出售这家公司股票，这使得看跌期权的持有者立刻获取立现的10美元每股的利润。

这就是两个我们称之为价内期权的例子。价内期权拥有对于其持有者来说十分有利的执行价。对于看涨期权，这意味着价内期权的执行价格低于标的股票当前的市场价格。同时，价内看跌期权的执行价格高于标的股票当前的市场价格。

这些期权的运算价值就被称为内在价值（intrinsic value）。这是简单的数学价值，当它属于价内时，期权的价值就等于内在价值。计算方式就只需要简单地算出这两种价格之差：执行价格和股票在自由市场上的价格。因此，在认购的例子里面，内在价值就是5美元（20美元减去15美元），然而在认沽的那个例子里面，内在价值即为10美元（30美元减去20美元）。

如果拥有者从这些价内期权合约里面获取好处，谁又是这场交易的另一方呢？是卖方。在这两个例子里面，合约的卖出者（卖方）不得不以执行价格卖出或者接受股票。因此在认购的例子里面，认购的卖出者不得不以低于市场的价格出售股票。在认沽的例子里面，认沽的卖出者被迫以高于市场的价格从长期认沽合约持有者那里买进股票。

对于投资者来说，这个数学价值和内在价值简单的计算使得他们更为容易地使用期权，并且把这些期权作为行之有效的对冲工具。价内期权合约的价格与标的股票高度相关。我们十分肯定地说，期权价值的多少与标的股票有关。用另外一种方式表述，当它的股票或者指数移动一个点时，价内期权也会随之移动一个点，期权的这类属性使得防御型期权的产生成为可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



术语“价外期权”（OTM）指的也是一种期权，但是相对于执行价格来说，这种期权与价内期权处于完全相反的位置。它指的是执行价格与标的股票的现行远期市场价格相比较不利的期权。是没有内在价值的期权，也就是无行权价值的期权。价外的看涨期权拥有高于市场价格的执行价格，然而价外的看跌期权拥有的执行价格低于市场价格。在这些情况下，如果期权的持有者行使权利，他们并不能获取利润，因为相对于市场将要支付的，他们可能需要支付更多，或者另一方面，卖出赚的更少。

假设美国通用电气公司股票每股的市场售价为10美元而不是20美元，而你拥有的执行价格为15美元。如果你想要去购买股票，你是想执行权利，以15美元的价格购买，还是直接前往自由市场，以10美元每股的价格购买呢？显而易见，你在市场上面以10美元的价格比你的执行价15美元每股的价格更占优势。是的，这是一个愚蠢的问题，但是这种方式教会你怎样思考期权，怎样看待期权。总是把你拥有的执行价与自由市场上面的价格作比较，是判断期权的绝佳方法。

现在，当美国通用电气公司股票交易价格为35美元时，假设你拥有执行价为30美元的看跌期权。再一次，问问你自己是想执行权利，以30美元的价格出售，还是直接前往自由市场，以35美元每股的价格出售呢？答案很明显，不是吗？你肯定会选择以35元每股的价格出售，因为比较而言，每股会多出5美元。在这两种情况下，多头持有者并不会行使权利，而且空头持有者也不需要尽他们的义务。

价外期权并没有内在价值。你并不能从期权的数学价值上面获得任何其他价值，因为持有者并不能通过行使他们的权利而获取利润。因此，所有的价外期权的内在价值都为零，这并不意味着期权没有价值，它所拥有的价值被我们称为外在价值。当深入探究期权费的时候，我们将会讨论到这个话题。当持有价外期权时，期权的卖出者并不期望能从市场中分一杯羹，因为对于持有者来说，并没有任何原因促使他行使权利。

术语“平价期权”（ATM）指期权的行权价格正好等于股票的市场价格，或称为等价期权。期权在罕见情况下才会出现完全的平价期权。通常情况下，这个术语指的是执行价格最接近于当前市场价格的期权。平价期权没有或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说只有极少的内在价值，但是通常它们具有最高的外在价值。这是因为此类期权拥有最大的变化可能性。这个概念将在下一章中进行讲解，我们将详细解释外在价值。

章节重点

- 期权持有者可能是多头或者空头。
- 期权链主要用于为期权合约提供报价。
- 价内看涨期权的执行价格低于现在的市场价格，而价内看跌期权的执行价格高于现在的市场价格。
- 价外买权的执行价格高于现在的市场价格，而价外卖权的执行价格低于现在的市场价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章



了解和使用期权

“我猜碎木机中的那个家伙就是你的同谋吧。”

——玛吉·冈德森。

选自于1996年的电影《冰血暴》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们仅仅是给你一个小提示：每一项期权交易里面都有着对立的两面。期权所掌握的价值并不像《冰血暴》里面的预谋绑架那样难以预测，但是尽管如此，在每一个期权交易里，都会有赢家和输家。在把它们作为一种对冲工具使用之前，明白期权是如何估值的是非常重要的，这能让你离碎木机远点！

就像我们在第十六章（“什么是期权”）中讲解到的，为了创造一种投资偏好，交易者有不同的方式使用期权。这种灵活性允许你能够调整你的方法，以创造出一套最有效的头寸。为了解这是怎样做到的，你首先必须明白期权估价到底从何而来，并且懂得它们到底意味着什么。

期权估价

我们发现从买家的角度来描述期权价值是最容易的一种方法。我们将从最容易掌握的一种期权开始讲解——看涨期权。如果你曾经在一家大型上市公司工作过，你就很可能听说过职工优先认股权。企业股票期权曾经是提供给受雇者一种非常普遍的补偿形式，他们允许雇员从公司股票增长之中获益。如果你曾经是这些人之中的其中一员，就像曾经的我们一样，那么你就有可能从公司盈利中获得好处。这些期权通常是在发奖金的时候给予员工的，而且执行价格通常是一些奇怪的数字，比如说9.37美元。这些属于一些私有期权，并不会在自由市场上进行交易，但是对于持有者来说，却具有实实在在的价值。当股票价值上升时，利润就出现了，因为雇员有权利以期权的执行价来购买公司股票。如果这些听起来十分熟悉，那么我敢说你已经懂得了看涨期权的工作原理。

但是如果你从未有过这类的补偿，你就错过了经历你所在的公司股票从一个巨大的收益报表中价格急剧上涨的乐趣，你也不会知道这些期权的价值随之急剧上升。当许多负面新闻严重冲击了公司股票价值时，你当然也不会深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深的失望。在职工优先认股权还很流行的时候，雇员会整天盯着公司的股票价格。股票价格的上下波动将会直接影响办公室内员工的情绪，有开心也有失落。每一位雇员都有自己根深蒂固的想法：使股票价值一直上升，超过自己优先认购权的执行价格。最糟糕的情况是当股票价格下降至低于执行价格的情况时，期权就没有任何价值了。零价值。现在你知道这部分属于内在价值，并且这些期权就是价外期权。

在这本书中，我们将把焦点放在作为自由市场工具的期权上。这类期权的交易完全取决于交易者自己的判断，并且不必受制于补偿计划里的条条框框。

我们简单快速回顾一下，看涨期权赋予拥有者在特定时间，以特定价格购买某些股票的权利。这个权利会产生“期权权利金”（期权费）。当标的股票的股票价格在行权期截止之前上下波动时，期权权利金也会随之变动。

披萨优惠券

在本书的前面，你就已经了解过了这一心理模型，不可否认，它表现得如此之好，我们将会再一次使用到它并且以此为基础引入一些新的知识。在披萨优惠券的例子中，你有一张行权期为一年的唐尼披萨屋的优惠券，能够购买一种价值为10美元的披萨，这种优惠券很像看涨期权。在接下来的一年内，持有者有权利从唐尼披萨屋那里购买价值为10美元的任意一款披萨，而且不用理会在这段时间内，披萨的价格是多少。让我们来分析这张优惠券，优惠券指向的是一种披萨（标的股票），优惠券显示了披萨的价格（10美元），并且优惠券还有行权期（一年）。如果在这段时间内，唐尼在柜台上面向没有优惠券的顾客出售披萨，价格为15美元，那么这张优惠券将会节省5美元（15美元减去10美元）。这是相当简单的数学计算，我们可以说这张优惠券至少有5美元的价值。换句话说，这张优惠券有5美元的内在价值或者说5美元的价内期权。

从理论上来说，你可以站在唐尼披萨屋外面，以5美元的价格出售这张优惠券。然而，如果你真的那样做了，唐尼很有可能出来打断你的腿。为了安全起见，我们仅仅将它视为一种理论情况，并不推荐使用。

拥有着不同披萨价格的优惠券附加着不同的价值。用买披萨的12美元的优惠券购买价值15美元的派，将会为你节约3美元。同样原理的数学计算：15

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





美元-12美元=3美元，3美元为内在价值。

但是如果唐尼这一周有一次特别的优惠活动，这次活动中的所有披萨售价仅仅8美元，你该怎么办？这张优惠券仍然具有价值吗？当然没有了。直接走进唐尼披萨屋，以8美元的价格在柜台上面直接购买披萨时，怎么可能会有人还使用优惠券，付出10美元的优惠券价格购买同款披萨呢？所以，在这里，优惠券没有了任何内在价值，你现在知道了它是属于价外期权。这将会帮助你弄懂内在价值怎样从价内期权和价外期权中衍生而来。

再来假设一下，唐尼的慷慨是有限的，因此，披萨的价格反弹回了15美元。很可能你的研究给你的预期是：因为奶酪原料的价格上涨，唐尼披萨屋的商品价格将会上升。你预计披萨价格可能从15美元直接上升到20美元。当然，研究披萨是非常值得的，人人都喜欢。无论如何，你现在是相信了：在将来的某个时候，披萨的优惠券的价值很有可能超过5美元，甚至有可能达到10美元（20美元-10美元）。

如果别的披萨爱好者也认为披萨价格如此变化是很有可能的，他们也会同意花钱购买这样的优惠券。然而，因为价格变化到目前为止还没有出现，你们仅仅停留在猜测并期盼它价格上涨的层面。你并不能确定价格一定会上涨，它仅仅是你的理论假设。因此，可能不会有人愿意花上10美元购买完全是期望中的等值优惠券，但是如果你试着以7美元的价格拍卖这些优惠券，相似的爱好披萨的投机者很有可能愿意支付这笔钱。这位买方可能从7美元的价格去购买他认为是10美元的优惠券。因为优惠券，披萨仍然花费你10美元。但是如果披萨的场外交易价格为20美元，购买了你的优惠券的买家只用支付总共17美元，节省了3美元。

让我们再一次回顾一下这些数据。披萨的场外交易价格为15美元，你拥有一张优惠券，它允许持有者以10美元的价格购买一款披萨，并且你将这样的一张优惠券以7美元的价格出售。优惠券的内在价值仍然为5美元，因为披萨的价格并没有变化。即市场价格减去优惠券价格（15美元-10美元）。你能够得到的额外的2美元是投机价值，它的根据是：在未来的一年内，披萨的价格可能上升，这2美元是期权的外在价值或者说时间价值，它的计算方法是从优惠券的内在价值中抽离出售价格（总期权费），即7美元-5美元，这样就帮助你懂得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间价值的计算方法。

还剩下一年的时间，以2美元的时间价值出售这张优惠券是很容易的。有足够多的时间留给披萨，让它的价格上涨。然而，假设离优惠券到期只剩下一周的时间了，获得额外的2美元时间价值将会变得困难得多，因为在接下来的7天内，唐尼披萨屋价格上涨的可能性比在整整一年的时间中价格发生变化的可能性小得多。除非在披萨屋外面贴有告示明确地告诉每一个人：披萨的价格将会上涨。你不会得到额外的2美元，你将会被迫降低优惠券的要价，可能你会使某人以5.25美元或者5.30美元的价格购买这张优惠券，并且希望价格在最后时刻发生急剧变化。

记住这一点十分重要：一旦优惠券过期了，它就变得毫无用处了。唐尼很可能不会兑现那张优惠券，它也就会变得毫无价值了。

上面这个例子说明当行权期越来越靠近时，优惠券将会拥有越来越少的时间价值，但是内在价值保持不变。

现在，假设你是那位购买了价值10美元优惠券的人，仅仅花费了7美元，而且这张优惠券的行权期还剩下整整一年。你这样做的根据是：你希望在行权期截止之前，唐尼将会把把披萨的价格提升到20美元。花费7美元购买优惠券给了你去买一个价值10美元披萨的权利，这意味着即使披萨只涨到17美元，你也是保本的。这种收支平衡的计算如下：披萨的优惠券花费加上你获得的这项权利付出的期权价（10美元+7美元）。

在这一点上，你相信披萨的价格将会上升，我们可以说在唐尼的披萨上面，你拥有了看涨期权。换句话说，唐尼的披萨价格上升得越多，你的优惠券就变得越发具有价值。如果披萨的价格猛涨至25美元，你的优惠券的价内期权变为了15美元。如果你愿意，你可以转手卖掉你的优惠券，获得8美元的利润（15美元-7美元=8美元）。你的利润获取情况仅仅受制于唐尼为披萨定价的高低程度。

当然，你的利润降低风险与披萨的价格也息息相关。如果披萨的价格并没有变化，甚至价格下降，你该怎么办？请记住，你已经花费了7美元购买那张优惠券，这个数字中包含着披萨价格在15美元时你节约的5美元，不管此时披萨价格到底是不变还是降低。如果披萨的价格停留在15美元，没有任何变化，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



仍然可以使用这张优惠券，花费10美元购买一个派。优惠券仍然带有5美元的价值。你所做的仅仅只是从口袋里面拿出额外的2美元，花费17美元购买价值15美元的派。你不会扔掉这张优惠券，因为这仍然是便宜一些的：你花费10美元，购买到了价值15美元的派。最开始，你购买优惠券所花费的7美元已经是沉没成本，所以为什么不使用你已经购买的东西呢？我们换一种方式讲解，如果你并没有使用优惠券，但是你仍然想要买一个披萨，情况是：你浪费了购买优惠券时所花费的7美元，而且你不得不花费15美元的场外价格，最终支付22美元购买披萨。使用优惠券至少让你的总花费减少至17美元。

最糟糕的情况是：唐尼决定降低披萨的价格，并且低到你的优惠券价值以下。可能他的8元特价披萨给他的生意带来了极大的改善以至于他决定在未来一年的时间内，都以8元做为定价。那么一直到行权期截止，这张优惠券也没有用武之地。花费价值10美元的优惠券去购买价值8美元的产品是毫无意义的。你最开始花费在优惠券上面的7美元也打了水漂，这是投资行业里最令人沮丧的状况（是的，我们将购买披萨优惠券看成是一次投资）。曾经拥有价值的优惠券一文不值了。相较于花费10美元购买优惠券赋予你的那项权利，还不如直接走进披萨屋购买披萨。不幸中的万幸是不管披萨的价格变得如何之低，你的损失不可能超过因为购买优惠券所花费的7美元。

不觉得有点饿吗？

我们刚刚介绍的完全就是看涨期权的运行原理，区别是我们并不能像吃披萨一样吃掉我们购买的股票份额。

波动率对期权定价的影响

这里还有一些信息是关于波动率和它对于期权的影响。股票或者指数的价格行为越动荡，外在价值就会越高，这是因为股票跳进价内或者价外的可能性和风险变得更高。

表18.1显示了两种不同的股票，这两种股票拥有相似的价格但是不同的波动因素。在我们写这本书的时候，孟山都公司（MON）股票的交易价格为65.25美元，强生公司（JNJ）股票的交易价格为65.50美元。孟山都公司的波动率为27.8%，强生公司的波动率为16.5%。选择相同的行权期月份，2011年10月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（OCT11），平价期权的认购显示它怎样对期权费和收支平衡产生影响。

表18.1 两种拥有相似的价格但是不同的波动因素的股票

强生公司 2011年10月认购	期权费	外在价值	孟山都公司 2011年10月认购	期权费	外在价值	外在差异
60执行价	$6.25	$0.75	60执行价	$8.25	$3.00	$2.25
65执行价	$2.65	$2.15	65执行价	$5.40	$5.15	$3.00
70执行价	$0.75	$0.75	70执行价	$3.30	$3.30	$2.55

首先要注意的一点是在相同执行价下，外在价值方面，孟山都公司高于强生公司，差异程度在2.25美元到3.00美元之间变化。许多因素都可以导致这种情况发生，但是最主要的原因是这两只股票的波动率差异。

你现在应该清楚，当标的股票价格上升时，看涨期权的期权价值也会随之上升。如果你还不明白的话，这里有一个使用前面数据的实例。

如果你同时购买了这两份执行价格为60美元的看涨期权，在10月份行权期截止的时候，两只股票的价格上涨至75美元，你的看涨期权价值即为15美元。我们知道这些，是因为价值75美元股票的60美元看涨期权的内在价值是市场价格和执行价的差值（75美元–60美元）。

对于强生公司看涨期权，你花费6.25美元，你将获得的利润为8.75美元（15美元–6.25美元）。对于孟山都公司看涨期权，你花费8.25美元，获得的利润为6.75美元（15美元–8.25美元）。上述两项都是获利交易，但是在强生公司的交易中，你赚的更多。为什么呢？因为你在孟山都公司的看涨期权上面，付出了更多的时间价值。时间价值的花费更大，这是因为该公司的波动率更大。另外一种思考方式是相比于孟山都公司，强生公司股票价格上涨至75美元的可能性更低，也正是因为它的波动率更低，因此，当强生公司股票价值上涨到75美元时，你的回报会更大。

看涨期权的上涨价值仅受标的股票能够上涨的数额的制约。如果强生公司股票上涨至200美元，看涨期权价值也会跟着上升。如果强生公司股票每股飙升至1000美元，看涨期权的价值还是会跟着一直上涨，这是因为随着股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内每一美元的上涨，内在价值都会紧跟步伐。理论上讲，股票价值的增长并没有限制，而且看涨期权价值的增长同样没有终点。

在这个例子里面，你拥有强生公司100只市场价值65美元的股票，每股期权费为6.25美元。如果你直接购买股票，你将需要拿出6500美元。但是有了看涨期权，你将仅仅需要625美元。看起来太过美好，有点不真实？记住，如同唐尼披萨屋的例子，如果行权期到了，股票价格仍然没有上涨，看涨期权将会变得一文不值，零美元。一旦过了行权期，优惠券损失了所有的价值，期权一样如此。

这里是一些有关看涨期权的一些知识总结：

- 买入看涨期权意味着你希望标的股票或者指数可以持续上涨。
- 收支平衡价格等于看涨期权的成本加上执行价格。
- 如果它是价外期权，那么看涨期权不存在内在价值。
- 你可能损失的最大一笔费用就是你为看涨期权支付的期权费。
- 看涨期权拥有内在价值——数量值为价内期权。
- 看涨期权的价值并没有上限，它的价格随着标的股票价格的上涨价上涨。
- 行权期越长，看涨期权拥有的外在价值就会越高。

水灾保险案例

当描述一个看跌期权时，为了能把它讲明白，我们使用“保险”做为例子来帮助你理解。我们一起回忆一下看跌期权的定义：看跌期权赋予拥有者在特定时间内，以特定价格出售标的资产的权利，这种权利的获得是以你支付期权费为代价的。

假设你拥有一栋价值为500000美元的房子，为简单起见，我们说这套房子已经全额付清。在这个例子里面，跳过复杂的借贷程序是可以的。房子是你的资产，你想要保护你的不动产，唯恐它遭到什么破坏。保护你的房子的一种方法是购买水灾保险。假设你现在居住在洪灾百年一遇的平原上面，对于你的财产来说，它们具有一定的水灾风险。洪灾百年一遇的平原指的是这样一种区域：每隔100年，就具有发生洪灾的可能性。用另外一种表述来说，100年中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个区域每年都会有1%的可能性发生洪灾。返回到保险的话题，你购买了一个保险产品，拥有价值5000美元的免赔额，这将使你每季度花费300美元。只要你支付了每季度的保险费，你可以高枕无忧了，你已经为你的房子购买价值495000美元的洪灾损失保险（价值500000美元-5000美元免赔额）。

这正像拥有一份看跌期权。在这个例子里面，标的资产是你的房屋，执行价格为495000美元，期权费（并不是巧合的命名[注]）是每季度300美元，这些比率和术语是由多种不同的因素界定的，包括保险涵盖的时间（这个例子里面指的是每一季度）和洪水发生的概率或者风险（可以认为是波动率）。

当洪水没有发生时，你可能将保险产品看成为另外一种你必须支付的账单，这是为了使你晚上高枕无忧。但是假设洪水真的发生了，你的房子遭受到了价值150000美元的损失。这是你时运不济，在你拥有这栋房子的时候，百年洪灾发生了。这种坏运气总是发生在投资者身上，（不仅仅一位专家在财经频道上称2008年的金融危机为“百年一遇灾难”）现在，你该庆幸你购买了洪灾保险。

保险的条款保证了为你支付价值为145000美元的维修费用。记住，你必须支付5000美元的免赔额。相较于遭受到的所有经济损失，现在看起来这5000美元似乎不值得一提。你现在可以认为这项保险拥有了价值——价值为145000美元，准确地来说。

相同的事情发生在看跌期权上面。当你拥有一个看跌期权，你就拥有了出售股票的权利，而不用理会在自由市场上正在交易什么。当标的资产价值下降时，实际上，看跌期权的价值会上升。假设在洪灾中，你的房子遭受到了价值300000美元的损失，你现在可以说你拥有的保险价值上升到了295000美元。遭受到的损失越巨大，对于你来说，你拥有的保险也就会越值钱。对于看跌期权，一样如此。当标的资产遭受贬值时，看跌期权的价值反而变得越高。

在这个例子的最后，你应该清楚地知道保险政策能够具有的最高价值是当你的整个房子在灾难中全部损失：即，495000美元。这同样适用于看跌期权，一个看跌期权能够具有的最高价值就是当标的资产价值消失殆尽之后。在那个时候，看跌期权拥有的价值等于它的执行价。这一点和看涨期权完全不一

注：书中此处为premium，option premium，即期权费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



样，因为我们已经讲过，看涨期权价值并没有上限。

就像看涨期权，看跌期权的内在价值的计算方法是取期权的执行价和当前股票价格的差值，当然，这是在当期权属于价内期权的情况下。但是，对于看跌期权，请记住价内期权意味着当前股票价格低于执行价格。如果期权属于价外期权，那么它并不具有内在价值。

当看涨期权和看跌期权属于价内或者价外期权时，表18.2帮助你熟记这些情况。

表18.2　当看涨期权和看跌期权属于价内期权和价外期权时

	看涨期权	看跌期权
执行价高于市场价格	价外期权	价内期权
执行价低于市场价格	价内期权	价外期权

看跌期权的收支平衡价格的计算方法是用执行价格减去这项看跌期权所支付的期权费。再一次好好想想保险的例子，如果在你买进保险的前三个月内，你的房子就因为洪水遭受到了价值2000美元的损失，保险对于你来说，并不会有任何的帮助，因为首先你必须支付5000美元的免赔额。我们特别提到购买保险的第一个季度，因为这意味着到目前为止，你仅仅只支付了300美元的费用。为了使你的保险收支平衡，使它发挥效用，在第一个季度，你必须遭受5300美元的损失，或者在第二个季度遭受5,600美元的损失，或者说在第三个季度遭受5900美元的损失，以此类推。总的来说，为了使保险与你的损失达到平衡，你的房屋损坏程度必须与为这项保险支付的钱数保持相当。

顺便提一下，值得注意的是即使未拥有标的资产，你也可以购买看跌期权。看跌期权本身并不是一项经过对冲的投资，但是并不像日常生活中，投机者可以不拥有资产，而只是持有其上附着的保险。

考察一个真正的看跌期权，也许会使一切更容易理解。我们依然把强生公司股票作为一个例子，市场交易价格为65.50美元。这家公司看跌期权执行价为60美元，行权期截止日期为2011年10月（简称JNJ OCT11 60 put）的股票交易价格为1.35美元，这意味着为了使价值为60美元的执行价保持收支平衡，强生公司需要降价至58.65美元（60美元–1.35美元），将从65.50美元降至60美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用看成“免赔额”，从当前价格到执行价格和为获取期权而支付的期权费为1.35美元，行使以60美元出售强生公司股票的权利，这个期权被认为是价外期权，并没有任何内在价值。如果期权的行权期已经到了，而强生公司的交易仍然在60美元以上，那么你就只好跟这个期权说再见了。然而，如果强生公司股票下降了10美元，变成了55美元，那么现在这个期权就拥有了5美元的内在价值。如果你持有了这个期权，你就应该在行权期截止之前使用它。除此之外，在期权费里面，某种的外在价值可能仍然存在。

看跌期权的外在价值和看涨期权的外在价值一样，它最主要的根据是行权期限和波动率，计算方法可以是：总的期权费减去内在价值。

让我们返回到保险的那个例子，当你为房子购买了500000美元的保险，每隔三个月，你得支付300美元。保险费覆盖一季度的时间，然而到期后，你必须再一次付款。如果你只想为这栋房子投保一周时间，那该怎么办？在这一周内，百年洪水发生的可能性自然比在整个季度时间内发生的可能性小很多。然而，行权期的时间越短，风险就会越低——风险越低，保险费也就越少。

对于为期一周的保险，估计要支付的保险费要比300美元少很多。当然我们还从未听说过仅仅购买一周时间的洪灾保险，但是真的存在间歇保险。这样的保险是：人们为他的新车购买车辆保险，保险时间从车辆驶出车店直至车辆在使用中寿终正寝。在计算任何种类保险的价值过程中，时间因素都需考虑在内。

现在假想一下，你的房子处于洪灾十年一遇的平原上，而不是先前所说的百年，洪灾发生的风险高出了近十倍，保险费用也会随之猛涨。原因是站得住脚的：投保的资产遭受损失的可能性越大，购买保险付出的金钱也会更多。你是否收到过交通罚款单使得你的车保账单花费增加？那是因为根据惯例：司机超速行驶会使得交通事故的发生概率大大增加，因而对于保险公司来说越发具有风险。

相同的概念一样适用于股票市场，如果你想要购买市场绩效不稳定的股票的看跌期权，期权费将会高得多，因为价值降低的可能性大得多。

表18.3同样是孟山都公司和强生公司的例子，在不同波动率的情况下，比较两只股票的期权费和收支平衡价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表18.3 孟山都公司和强生公司的看跌期权

强生公司 2011年10月 认沽	期权费	收支平衡价格	孟山都公司 2011年11月 认沽	期权费	收支平衡价格
60执行价	$1.35	$58.65	60执行价	$3.45	$56.55
65执行价	$3.00	$62.00	65执行价	$5.65	$59.35
70执行价	$6.25	$63.75	70执行价	$8.50	$61.50

高波动率的孟山都公司再一次对应更高的期权费，并且这家公司产生的收支平衡价格比强生公司低得多，但是请记住这两家公司的交易价格都在65美元左右，并且变化几近相似。

就像看涨期权，对于看跌期权你需要支付的唯一一笔钱就是期权费。你需要拿出的钱不可能比期权费还要多，因为不管股票价格上升多少，你都不需要支付其他的款项。换句话说，你最大的损失就是期权费，只有当看跌期权标的股票价格高出执行价格时，才需要支付该费用。

下面是需要记住的有关看跌期权知识的汇总：

- 买入看跌期权意味着你希望标的股票或者指数持续下降。
- 当标的股票价格降至与执行价格减去看跌期权费的结果相同时，为收支平衡。
- 你可能损失的最大一笔费用就是为看跌期权支付的期权费。
- 如果它是价外期权，那么看跌期权不存在内在价值。
- 看跌期权拥有内在价值——数量值为价内期权。
- 当标的股票价格变为零，看跌期权的价值为执行价时，这项看跌期权拥有最大收益。。
- 行权期越长，看跌期权拥有的外在价值就会越高。

交易的另外一面

每一个故事都有两面，就像你从定义中了解的那样，在期权合约交易中，总会涉及双方人员。对于每一位买方来说，都对应着一位卖方。这个观点是正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确的：当看涨期权的做多头一方是看涨趋势，那么做空头就是看跌，对于看跌期权，反过来说也是适用的。我们在前面章节中提到过，做空期权的处理办法和做空股票一样，事实上，它比做空股票更容易操作，因为期权总是可以按照要求进行创造，对于股票来说，做空依赖借出股票的时效性，但是对于期权来说，你并不需要担心这个。

看涨期权的卖出者赚取的是做多头一方付出的期权费。对于期权的卖家来说，这是最大的一笔收益。因此，尽管看涨期权或者看跌期权的持有者有潜力多次进行他的投资，但是卖出者仅仅只能得到一次期权费。当期权变为价外期权时，期权的卖出者最大化了他的收益，在这种情况下，他依然可以留住在交易开始的时候支付给他的期权费，并且对于合约的做多头那一方没有义务。

如果看涨期权的买方获取的最大化收益没有限制，那么这个期权的卖方所遭受到的最大化损失也没有限制，这意味着如果一个看涨期权空头的持有者在股票之中，获得了一个巨大利益的增长，那么他可能会损失的与做多头的那一方可能会赚取的一样多。

因此，为什么当可能的最大化损失如此之高，并且只有当买家支付的期权费才能抵消的时候，要出售期权呢？答案是：时间总是站在卖方那一边。如果在这个市场上，你能够指望一件事，那么这件事必定是时间的一维性，换句话说，过去的每一天都在补偿卖家。如果时间背离期权多头持有者的方向发展，那么它就站在了期权卖家的那一边。如果期权的卖家想要从市场绩效不稳定的股票里面获取更高的期权费，其实有很多策略。他们只需要靠超过价外期权截止期的期权。如果这种情况真的发生了，他们就能获取所有的期权费。当以正确的策略和方式对待它时，期权空头实际上的风险比它看起来小得多。当我们讨论对冲策略时，这些因素都将会在后面这些章节中简单提及。

必要维持条件

交易期权需要投资者进行一些逻辑上的考虑。幸运的是，每一位经纪人对待期权的方式都很相似。通常地，期权并不像用保证金购买股票一样，它不是能够通过借记资金而进行交易的工具。但是，在这本书中，我们推荐的策略将会需要从你的经纪人那里获取保证金批准和期权批准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根据经验，大多数的经纪人要求预付款与头寸的潜在最大化损失等值。这就意味着对于多头期权，所有的期权费都要以全额支付，而避免以保证金的形式购买。在第五部分，你将会学习到差价和相关计算所需的方法，但是道理是一样的：为了产生头寸，最大损失额必须提前预付。有两种例外：无担保承购期权和裸卖看空期权。但因为我们并不会考虑这些对冲头寸，所以不对其进行讨论。

章节重点

- 期权费是由内在价值和外在价值决定的。
- 内在价值是当期权属于价内期权时的数值。
- 外在价值是在行权期和波动率的这段时间内产生的。
- 买入看涨期权是看涨趋势，并且没有上限点。
- 买入看跌期权是看跌趋势，潜在上限点为标的股票总价值。
- 多头期权的潜在最大损失是支付的期权费。
- 空头期权的最大化收益是获得的期权费。
- 空头期权从时间的流逝中获益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章



风险图：价值千元的图表

"你最好弄一艘大一些的船哦。"

——警察局长马丁·布罗迪。

选自1975年的电影《大白鲨》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候，了解你所面临风险的最好方法是亲眼看到它。当由罗伊·谢德尔扮演的警察局长马丁·布罗迪看到了他们将要对付的大白鲨的个头时，他立刻知道之前低估了将要面临的风险。通过风险图将你面临的风险形象化，可以为你提供一种了解自己的风险级别的简单方法。

重复这一点是非常值得的：期权是单个最有效的对冲策略，适用于普通散户。期权使得有效的平衡得以产生，并且为原始资产留有足够的人们预期当中的升值空间。请记住期权能够被用于创造看涨风险或者看跌风险。因此，期权投资者需要仔细考虑怎样使用它们，因为它们真的很容易混淆。

特别是，当期权和股票或者其他期权串联着一起买进或者卖出时，对于投资或者投资组合产生的整体影响可能令人困惑。这种类型的策略十分普通，并且在这本书中都会被推荐。风险图允许风险投资者通过图解表示法了解头寸带来的影响和风险偏好。当标的股票或者指数上下波动时，风险图可以帮助读者弄清楚一项投资的价值会有怎样的变化。

许多股票交易者经常心算风险，因为这是相对简单的数学计算。如果你拥有一种股票的200股，并且它们上升了2个点，那么你所拥有的价值上升了400美元。如果股票下降了3美元，你就损失了600美元。收支平衡价格总是股票的购买价格。对于多头股票头寸来说，并不存在上限点，你可能遭受到的最大损失是你整个投资的价值。这个“简单的数学”就参与创造了一张风险图，这张图表是收益/损失（P/L）和标的股票里面价格变换的简单并置。对于其他投资环境，许多表同样包括收支平衡，最大化损失和最大化收益。

就像表19.1中所示，风险表有两个坐标轴。X轴（横坐标轴）代表标的股票交易的市场价格。Y轴代表在投资里面获得的收益或者遭受的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

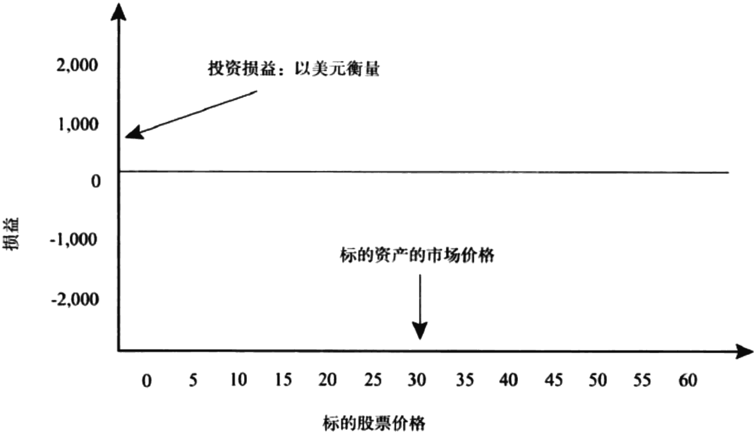


表19.1 风险图

图表是埃克森美孚石油公司(XOM)100股多头的例子。在这种情况下，假设你买进这家公司每股价格83美元的股票，定价表显示了所有的计算，图19.2展示了以标的股票变动为基础的头寸的收益或者损失。

表19.1 埃克森美孚石油公司100股

原始价格	股份	成本
$83	100	$8,300
价格	价值	损益
$74	$7,400	($900)
$77	$7,700	($600)
$80	$8,000	($300)
$83	$8,300	$0
$86	$8,600	$300
$89	$8,900	$600
$92	$9,200	$900

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低，10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

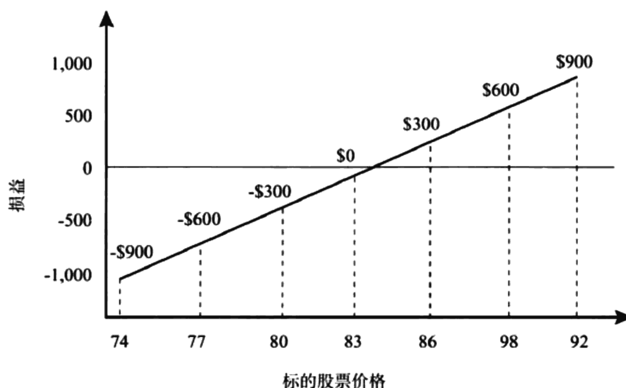


图19.2 埃克森美孚石油公司100股

很容易地看出当股票价格上升时，收益/损失也会随之上升；当股票价格下降时，收益/损失也会随之下降。这条线只是简单地连接了无数个小点，但是帮助读者了解了头寸的整体偏好。

当股票是多头100股，股票有可能毫无保留地下降至0美元。如果图表向左扩张，它就会显示埃克森美孚股票降至0美元，并且损益就会是8300美元。上限点是不存在的，因为X轴向右延伸；想象一下线条以相同的角度持续延伸。收支平衡点（即损益为0的时候）是当线条穿过0美元和损益价值在83美元时候的交汇点。当然，如果你以83美元的价格购买股票，收支平衡点就是83美元，是的，这是显而易见的，但是为了建立参照标准，它仍然需要得到陈述。

股票空头的风险图看起来完全相反。表19.2是一个价格表，也是美国通用电气公司（GE）价格为20美元时150股空头的风险图。这一次，我们将会拉宽整个价格区间，如图19.3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表19.2 美国通用电器公司150股

原始价格	股份	成本
$20	−150	−$3,000
价格	价值	损益
$0	$0	$3,000
$10	($1,500)	$1,500
$20	($3,000)	$0
$30	($4,500)	($1,500)
$40	($6,000)	($3,000)
$50	($7,500)	($4,500)
$60	($9,000)	($6,000)

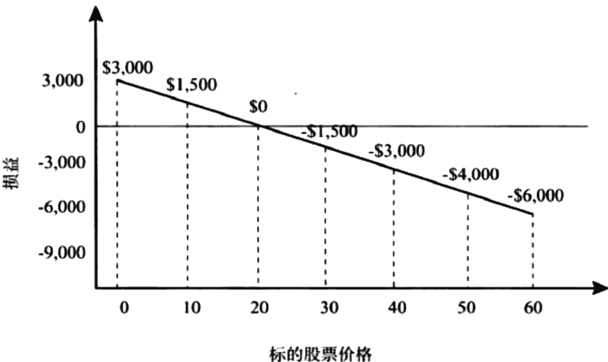


图19.3 美国通用电气公司150股

在空头中，投资者在股价为0美元的时候能够获得最大收益。在这种情况下，最大化收益即为3000美元，如图19.3中所示，然而，最大化损失并没有上限点，我们很清楚地看到当美国通用电气公司价格上升时，空头持续亏损。在这家公司标的股票价格为60美元时，头寸已经损失了6000美元。图表再一次帮助我们理清投资偏好。在这种情况下，当标的股票价格降低时，头寸才会赚得利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝对对冲风险图

风险图是一项十分重要的工具，当衡量和思考要去创造何种头寸或者对冲时，你可以使用它们。接下来的部分将会描述一些常见期权头寸的风险图。

买入看涨期权

在图19.4中，损益线左边是水平的。水平部分代表着一种价格区间：不管标的股票价格怎样变化，损益都没有任何不同。用另外一种方式表示，在这个价格区间里面，损益水平保持不变，在买入看涨期权的情况下，价值的下降减弱，这就是绝对对冲的情况。

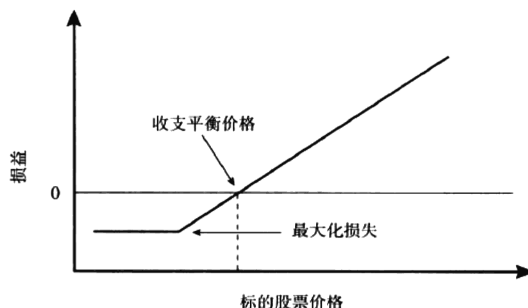


图19.4　买入看涨期权

在前面我们已经讨论过，最大损失就是支付给看涨期权的期权费。在曲线图上也显示出，当股票价格上升时，是不存在上限点的。在损益线的拐点，或者说曲线肘部，就是它的执行价格。这是因为一旦期权成为价外期权，对于价格水平在执行价格以下的看涨期权来说，它不再拥有内在价值。

买入看跌期权

图19.5中的风险图表明：不管股票价格升高了多少，都会存在一个确定的价格。现在，你知道了这是支付给看跌期权的期权费价格。这也说明当标的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票价格下降时，买入看跌期权的损益会升高，当股票变为0美元时，它还将持续升高，一直到它的最大价值。

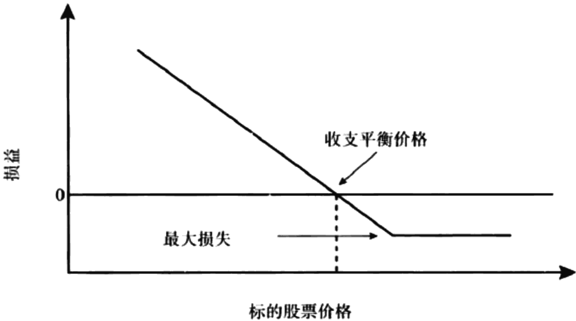


图19.5　买入看跌期权

卖出看涨期权

图19.6中的风险图表明，从这个头寸中可以获得最大利润，这个数量值就是看涨期权交易中产生的期权费，这也表明当股票价值上升时，损失的上限点并不存在。

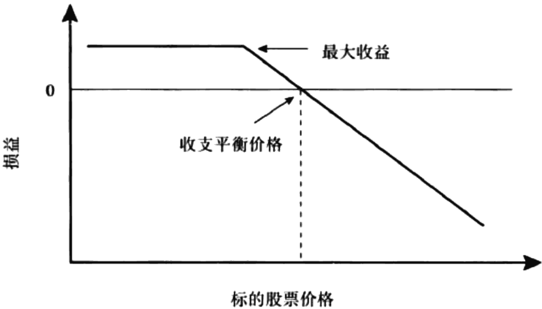


图19.6　卖出看涨期权

卖出看跌期权

就像卖出看涨期权，图19.7中的风险图表明，从这个头寸中可以获得最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利润，这个数量值就是看跌期权从交易中产生的期权费，然而，在卖出看跌期权的情况下，一定会出现损失的上限点，因为股票的降低停留在0美元。最大损失等于股票价格减去产生的期权费。

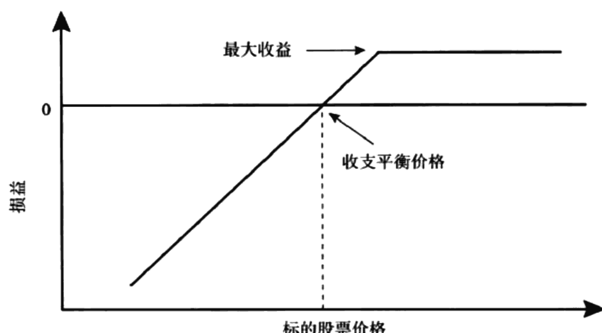


图19.7 卖出看跌期权

当结合头寸考虑的时候，风险图就真的开始带来价值了。买进和对冲策略包括简单的单一头寸，也包括由两种期权或者一种期权一种股票组成的双面头寸。在这本书中，我们推荐的一种策略包括三种头寸，称为利率上下线期权。对于单一投资而言，它结合了一种看涨期权，一种看跌期权和股票，因此进一步与风险图相结合。值得注意的是许多策略使用三到四种期权，我们称为"蝴蝶"和"秃鹰"，但是我们在这本书中，并不会讨论这些。

部分对冲风险图

根据标的股票的波动方式，风险图也可以显示部分对冲是怎样改变这些图表本身的。在这本书的前述章节中，我们讨论过部分对冲和绝对对冲之间的差异。风险图是一种强大的工具，用于将部分对冲对整体的投资产生的影响图像化。

好好思考下列的头寸，如图19.8中所示：

- 多头 200 股 XOM（埃克森美孚）@83
- 多头 1份XOM 75 看跌期权 @＄3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

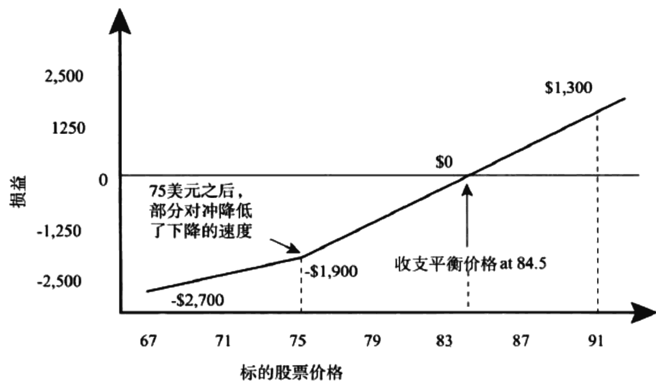


图19.8　埃克森美孚200股和一份执行价格为75美元的看跌期权

在这个例子中，在标志值75美元的地方之后，损益的角度（斜率）呈平缓趋势，但是并没有完全达到平衡。这是因为多头股票市场风险是看跌期权的两倍。因此尽管每一个低于75美元的价格点给了看跌期权100美元的利润，股票仍然以双倍的价格下降，即200美元。你们也需要注意的是在这种情况下，收支平衡点并不是86美元（这是完美的对冲所能拥有的），而是84.50美元。这是因为由于看跌期权的风险和多头股票风险的比率缘故，在股票里面获得的利润只需要一半。

其他注意事项

风险图并不把股息或者法人行为考虑在内。如果股票的长期持有人接受了股息，在确定投资组合整体收益或者损失时，这些股息必须单独考虑。

我们在这展示的所有风险图仅仅利用到了期权的内在价值。当期权是价内期权，并且这些损益只反映这些期权时，内在价值就是期权的数学价值。实质上，这些能够被看成是行权期内的风险图，在这段时间内，不存在时间价值。但是，当时间价值存在时，这些风险图看起来非常不一样。时间给风险图的绘制增加了第三种规格，这能够通过一些不同的方法完成。典型的方法是增加一条或者两条的线条去评估在特定的这段时间内头寸价值多少。我们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会深入讨论到细节问题。我们只是想提一下，以便使你们意识到风险图的这种用处。

章节重点

- 风险图绘制了一种头寸损益（P/L）和标的股票价值之间的关系。
- 风险图阐明了股票价格的波动对头寸价值产生的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章



配对看跌期权

伊芙琳·考琪："喂！我等那个车位很久啦！"

女孩#1："认倒霉吧，女士，我们更年轻而且更麻利！"

（伊芙琳六次追尾撞上抢她车位的那辆车。）

女孩#1："你他妈的想干嘛？"

女孩#2："你疯了吗？"

伊芙琳·考琪："认倒霉吧，姑娘们。姐岁数大，投保多！"

——选自1991年的电影《油炸绿番茄》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



配对看跌期权为投资者提供保护，并且是投资者能得到的最接近于保险的投资品。凯西·贝茨在电影中化身为伊芙琳，她知道当拥有一份万无一失的保险时，你就可以冒险。当然，我们并不是建议你们开车六次冲进证券交易所，但是重点是当你已经上了保险，特别是当事情并不是朝着计划的方向发展时，你知道自己的投资行为结果是什么。

你是否想过，“如果能够为投资组合购买一份保险，那该有多好?”这当然是可以的。你可以买到健康保险，财产保险，车险，甚至是旅游保险，因此为什么不能买到投资组合保险呢?所有的投资者都经过了专业的训练，他们知道在市场上进行投资的同时，伴随着风险，但是似乎没有人过多地谈论怎样抵抗风险，设定保护。好消息是做到这些并不难，因为我们正处在一个流动性好，效率高的市场。这准确地说明了看跌期权的工作原理：通过为你的预期投资目标锁定卖出价格来提供下跌趋势保护。

同时买进一份看跌期权和股票多头被称为配对看跌期权。从这项期权里面获得的好处是：对于看跌期权，持有者拥有一种确定的下降趋势，因此能够参与股票多头的上涨趋势。配对看跌期权的劣势在于：在整项投资里面，投资者需要支出额外的资金，而这在单独的股票多头里面是不会出现的。这些额外的资金支出就是看跌期权的期权费。股票搭配看跌期权进行投资被认为是一种看涨趋势，因为当股票价值上升时，利润就会达到最大，并且看跌期权一旦到期，就会变得毫无价值。

配对看跌期权旨在帮助投资者明确存在的风险，因为上限点并没有被限制，投资的结构不能用于确定配对看跌期权的潜在回报。利用这种对冲策略，你就能自己研究股票最终会升值多少。配对看跌期权没有限制收益潜在上限点，这一切都由你自己决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头寸动态分析

让我们来看看配对看跌期权投资的一个例子，以及该股票价格上下变动时的动态价值。

- 多头 100 GE
- 多头 1 份 GE 100 JAN12 17看跌期权

一份执行价为17美元，100股的看跌期权合约保护了美国通用电气公司100股股票。这意味着不管这家公司股票价格如何变化，在看跌期权行权期截止之前，这些投资的拥有者都能够以17美元的价格出售这100股股票，在这种情况下，就是2012年1月（JAN12）。从本质上说，这份看跌期权扮演着美国通用电气公司保险人的角色，这便被称为配对看跌期权，因为股票多头连接着或者说捆绑住了看跌期权。

表20.1表明了每一头寸的价格和总价值。

这里，需要注意的是这项投资的价值不会低于1,700美元，不管股票价格下降到多少，因为看跌期权准确无误地抵消了这100股股票中下降趋势带来的影响。

表 20.1　头寸的价格和总价值

GE价格	100股价值	1 GE JAN12 17 put 价值	总价值
$20	$2,000	$0	$2,000
$19	$1,900	$0	$1,900
$18	$1,800	$0	$1,800
$17	$1,700	$0	$1,700
$16	$1,600	$100	$1,700
$15	$1,500	$200	$1,700
$14	$1,400	$300	$1,700

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



配对看跌期权是一种十分巧妙的组合策略，能够满足买进和对冲的铁律：#1：对每一项投资进行对冲。

就像所有的保险一样，想要获得保护必须付出一定的代价，而很多时候，进行对冲的投资者乐于付出这样的代价。这个价格产生的形式就是期权费，当买进看跌期权时，投资者需要支付一定金钱。就像我们在第15章到18章中讲解的，这个价格通过以下几个因素共同决定：行权期的长短，标的股票的波动率和期权属于价内的时间长度（内在价值）。

把它当作为保险付出的代价来思考。当头寸建立起来时，看跌期权就具有了一定价值。如果在前面的例子中，看跌期权花费了1美元，这项花费需要纳入到整体的投资里面。尽管知道价值是很重要的，但是更加重要的是了解你自己的风险和潜在收益。

如果美国通用电气公司交易价格为17.50美元，行权期截止日期为2012年1月，执行价为17美元的看跌期权（JAN 12 17）期权费为1美元，最初建立此项投资的花费为1850美元。这个计算方法是通过将股票的花费1750美元（100股×＄17.50）与看跌期权的成本＄100（一份合约×100收益增值率×＄1.00）相加。

股票的损益（P/L）将是GE×100的当前价值减去建立期权花费的成本，即1,850美元。表20.2和图20.1显示了投资的损益。

表20.2　投资的损益

股票价格	100股价值	1 GE JAN12 17 put价值	总价值	原始成本	配对看跌期权的总损益
＄20	＄2,000	＄0	＄2,000	＄1,850	＄150
＄19	＄1,900	＄0	＄1,900	＄1,850	＄50
＄18	＄1,800	＄0	＄1,800	＄1,850	−＄50
＄17	＄1,700	＄0	＄1,700	＄1,850	−＄150
＄16	＄1,600	＄100	＄1,700	＄1,850	−＄150
＄15	＄1,500	＄100	＄1,700	＄1,850	−＄150
＄14	＄1,400	＄100	＄1,700	＄1,850	−＄150

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

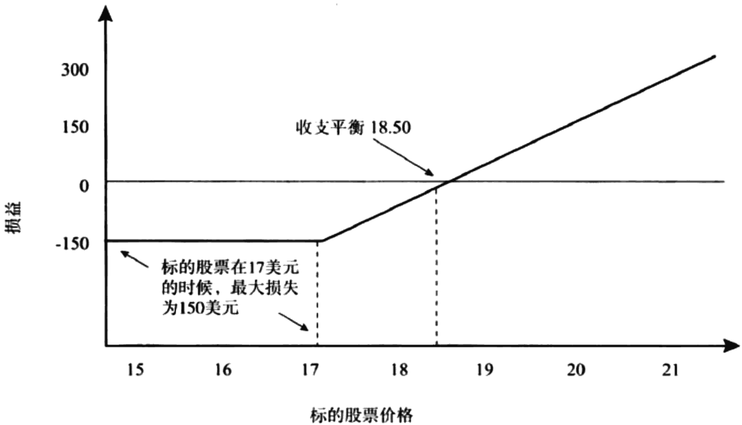


图20.1 GE股票多头100股和买入17 GE看跌期权

这里需要注意的是：当标的股票价格低于17美元时，这项投资的损益不会超过150美元，可以说这项投资得到了有效的对冲。

对冲的成本是100美元，并且建立这整个投资的成本是1850美元。这意味着建立保护花费了5.4%（$100/$1850）。所以什么是这项策略的下降趋势呢？对冲需要成本——需要支付100美元买进看跌期权保险。如果你仅仅买进了不受保护的股票多头，对冲成本就不存在。为了获取利润，你现在必须战胜对冲的成本花费。表20.3对比了配对看跌期权和未保护的股票多头，为了将这种比较具体化，图20.2在同一风险图上标明了这种投资。

表20.3 投资的损益

股票价格	100股价值	100股未保护原始成本	未保护股票损益	配对看跌期权损益	差值
$20	$2,000	$1,750	$250	$150	–$100
$19	$1,900	$1,750	$150	$50	–$100
$18	$1,800	$1,750	$50	–$50	–$100
$17	$1,700	$1,750	–$50	–$150	–$100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

股票价格	100股价值	100股未保护原始成本	未保护股票损益	配对看跌期权损益	差值
$16	$1,600	$1,750	−$150	−$150	$0
$15	$1,500	$1,750	−$250	−$150	$100
$14	$1,400	$1,750	−$350	−$150	$200

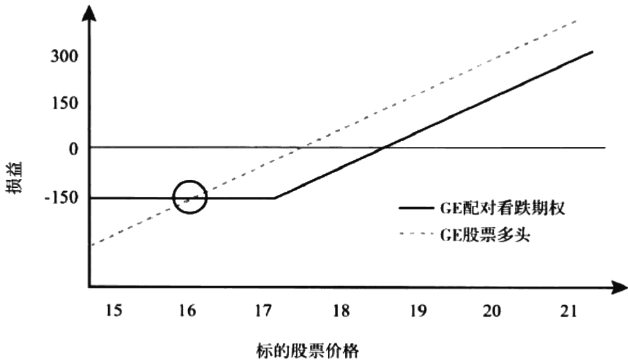


图20.2　GE 100股多头、买入17 GE看跌期权及GE 100股多头

这里需要注意的是当配对看跌期权的损失与未受保护的股票多头损失相等时，即，16美元这个水平上时，保险的好处变得很明显。在这种情况下，每一种投资方法都损失150美元，值得注意的是，在这一水平时，未受保护的股票价值继续下降，而配对看跌期权遭受到的最大损失固定在了150美元。

从整体来看，美国通用电气公司股票价格从17.50美元下降到16美元这种情况可以看成是股票价值下降了8.6%。我们以前就说到过，对冲的成本是整个投资成本的5.4%。因此，难道说保护了8.6%跌势的保险价值是整个投资成本的5.4%？这是要靠个人作出决定了，但是有了无限制的上限点和确定好了的8.1%的下降趋势，这项投资依然会吸引试着降低波动率风险的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险度量标准：配对看跌期权

我们再来提醒一下，四种主要的风险度量标准是：风险成本、波动率、隐含杠杆和相关性。毫无疑问，配对看跌期权给投资者带来的最大好处就是它对风险成本产生了影响，这四种风险度量标准里面的每一项主要的对冲对策我们都考虑到了。我们将其做成了一张表格，并且在下面章节中也会讲到。现在看看表20.4。

表20.4　四种风险度量标准的详细分析

风险度量标准	策略的详细分析
风险资本	风险资本的使用频率已经大量降低，因为这项策略明确而肯定地定义了可能损失的最大量。 风险资本的计算方法是：购买股票的总成本减去配对看跌期权的执行价乘以合约数乘以100加上购买这个期权的期权费。
波动率	配对看跌期权将会降低你的投资组合的波动率，尤其是在下跌市场里面。 在上涨市场里面，你的波动率也有可能稍微下降，但程度不大。
隐含杠杆	投资者对待配对看跌期权的时候应该假设它的隐含债务水平为1.0，因为它包含一个股票多头或者交易所交易基金多头。 在价外期权的时候买进看跌期权，因此它并没有向这个头寸里面增加杠杆。 照例，当进行任何一项新的投资项目时，好好考虑这一项新的投资对整体投资组合的杠杆产生的整体影响。
相关性	相关性本身就是一种计算结果，它并不受选中的对冲策略带来的影响。当你为你的投资组合设计框架时，你应该考虑到标的股票的相关性数据。那种相关性并不直接受你使用的期权策略的影响。

为配对看跌期权选择执行价

既然配对看跌期权已经确定下来，并且它的财务影响已经解释清楚了。现在是时候讨论它应如何选择执行价了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当确定配对看跌期权的执行价时，你应该考虑两种主要的度量标准：

- 下降趋势百分比（DP）
- 成本百分比（CP）

下降趋势百分比是在对冲发挥效用之前，你愿意让你的标的资产下降的比率。成本百分比是你愿意为下降趋势保护支付的百分比。

这两种百分比息息相关，紧密相连。当其中一个变化时，另一个也会发生变化。比如，当下降趋势百分比减少时，成本百分比会上升。反过来当成本百分比下降时，下降趋势百分比会上升，分开它们是不可能的。

下降趋势百分比是一种计量标准，用于控制下降趋势产生的风险，这是一种水平，在这个水平内，投资者愿意让他的或者她的资产价值下降。投资者通常以一定金额或者一项投资的百分比来设定这个标准。我们可以把下降趋势百分比当作一种水平，高于这个水平，保护才会显现出威力。在美国通用电气公司的例子里面，执行价为17美元时，这一金额为0.50美元，因为这是看跌期权的执行价建立之处。如果通用公司股票交易价格低于17美元，就意味着看跌期权开始获得内在价值。最终，内在价值将会完全抵消产生的损失。在那个阶段，看跌期权阻止了整体投资的损失。

通常，指数投资的下降趋势风险应该在8%~15%之间变化，对于个人股票投资者来说，这个区域应该在10%~20%之间。这就意味着你开始想要建立下降趋势保护，使你不会在这项投资里损失更多。想想一辆车是怎样投保的，考虑一下免赔金额的下降趋势百分比。换句话说，如果被卷入一次交通事故，你将需要为车辆的损失支付一部分钱。简单来说，如果你购买了车险，里面有价值500美元的免赔金额，即使你的车遭受到了价值2000美元的损坏，你将仍需支付500美元。如果你的车仅仅损失掉了300美元，那么这份车险不能为你带来任何好处。这是一项不足以抵消的保护，因为你需要自己掏出300美元进行修理。

当把这种模式应用到配对看跌期权上时，你选择的执行价格应该在你的下降趋势达到上限时建立。在美国通用电气公司的例子里面，看跌期权17美元的执行价意味着你在该股票的损失停止在了17美元的水平上。如果股票价格继续下降，你所遭受到的损失将会由看跌期权弥补。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降趋势百分比的计算方法是：用股票价格的减少量除以标的资产的原始购买价格。即下降趋势百分比（DP）=（股票成本–执行价格）/股票成本。在美国通用电气公司的例子里面，这个计算方法如下：$0.50/$17.50=2.9%。如果选择不同保护层面，那么下降趋势百分比会根据执行价格的变化而随之变化。

成本百分比指的是你愿意支付给保险或者保护的金额。这种说法是正确的：你愿意损失的金钱越少，你的保险就会越昂贵。这个观点适用于所有种类的保险。我们返回到车子的例子，当你选择免赔金额时，成本成为了一项重要因素。如果你选择相对较低的免赔金额，这就意味着在一次交通事故中，需要从口袋中掏出的钱较少，但是保险的价位较高。反过来说也是正确的。如果你选择相对较高的免赔金额，这就意味着购买者愿意在出现交通事故后，自己支付更多的钱，而这样，购买保险的价位较低。

同样的法则也适用于配对看跌期权。下降趋势百分比越低，这项看跌期权的成本百分比也就越高。我们再来看看美国通用电气公司的例子，看跌期权的成本是100美元。17美元的水平就是构建保险的成本。如果投资者选择了16美元的水平，看跌期权的成本将会低一些。然而，从17美元转变为16美元将会增加下降趋势百分比。如果投资者拥有的是执行价格为17美元的看跌期权，那么遭受到的最大损失就停留在17美元的标志值了，他的损失不会比这个值多哪怕一美元，但是现在你选择16美元的水平时保护开始起作用，那么就该另当别论了。

成本百分比的计算方法是：看跌期权的成本（保险）除以建立此项投资的总成本。即成本百分比=看跌期权成本/（股票成本+看跌期权成本）。在美国通用电气公司的例子里面，成本百分比=$1/（$1+$17.50）=5.4%。

这是一个不错的价格水平吗？这得全部依赖于下降趋势百分比。根据我们的经验，成本百分比应该小于下降趋势百分比。这是因为如果投保之后的成本高于未进行投保的成本，为什么还要费尽心思地购买保护呢？然而这个对冲并不总是遵循标准。在市场条款里面，这意味着标的股票的波动率会带来一个较高的期权费，并且投资者应该多加考虑对冲水平，降低执行价格至16美元甚至是15美元的水平应该弥补这个例子的不平衡。

表20.5 表明了这两个数据点的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表20.5 两个数据点

两个百分比	美国通用电气公司（GE）
下降趋势百分比(DP)	2.9%
成本百分比(CP)	5.4%

值得注意的是被保护的资产越不稳定，保护所需要的成本就会越高。我们转回到保险的例子。惨不忍睹的驾驶记录或者在一片事故频发的区域居住将会导致保险公司提高投保期权费。这样做的原因是索赔的风险和概率大大增加，换句话说，如果在事故高发区域，驾驶技术很差的司机想要投保，那么他需要支付更多的钱。

让我们来看看两只定价相似的股票，然后创建两种配对看跌期权，以便进行比较。想想投资者拥有一种不稳定股票，比如说像百度（BIDU），一只中国的互联网股票，和一只美国蓝筹股，比如说IBM。当我们写作这本书的时候，这两只股票的价格交易范围相似。百度公司的交易价格大约为146美元，IBM则大约为165美元。这个例子里面的数据来源于2011年5月初，期权的行权期截止日期为2011年4月17日。

百度公司数据：

- BIDU最后的交易价格为＄146
- BIDU 100 JAN12 130 put@～＄13
- 下降趋势百分比 （DP）=（＄146–＄130）/＄146=11%
- 成本百分比（CP）=＄13/（＄13+＄146）=8%

IBM数据：

- IBM最后的交易价格为＄165
- IBM 100 JAN12 150 put@ ＄7
- 下降趋势百分比（DP）=（＄165–＄150）/＄165=9%
- 成本百分比（CP）=＄7/（＄7+＄165）=4%

表20.6总结了这些数据，把这些因素全部考虑在内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表20.6 IBM和百度公司数据

两个百分比	国际商务机器公司（IBM）	百度公司（BIDU）
下降趋势百分比(DP)	9%	11%
成本百分比(CP)	4%	8%

你可以这样解释这两项投资存在的风险：

- 百度公司配对股票期权的成本百分比是IBM配对股票期权的成本百分比的两倍。
- 下降趋势百分比类似，但是IBM仍占优势，风险低2%。
- 根据成本百分比的差异和相似下降趋势百分比的相似，我们推断百度公司股票更加不稳定。

总结一下，投资IBM需要支付的保护金额较少，并且在对冲发挥作用之前，所拥有的下降趋势百分比较低。因此可以说投资IBM比较好，对吗？不对，更准确的回答是，不一定。这仅仅只是案例的一面。请记住配对看跌期权只是创造对冲的一种策略。最终，为了赚钱，你必须对你的投资偏好进行正确判断，配对看跌期权是看涨策略。提醒你一下，对于所有的投资，交易者都要比较一下风险和回报。

在这章的开始部分，我们已经提到过，和配对看跌期权联系在一起的收益并不是由期权的结构决定的。只有风险是由配对看跌期权定义的。在IBM和百度公司之间做出选择首先就是一项投资决定，要根据你的投资过程进行综合考虑。

假设因为你的风险承受能力较低，你倾向于选择投资IBM。这是一个正确的对冲吗？你愿意拥有较低的下降趋势百分比，而较高的成本百分比？这里我们再列举出另外一个配对看跌期权投资，作为对比：

IBM的数据：

- IBM最后的交易价格为$165
- IBM 100 JAN12 155 put@ $8.50
- 下降趋势百分比=($165-$155)/$165=6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 成本百分比=＄8.50/（＄8.50+＄165）=5%

表20.7比较了150美元水平保护和新的155美元水平保护。

表20.7　＄150水平保护和＄155水平保护

两个百分比	IBM（IBM）＄150	IBM（IBM）＄155
下降趋势百分比（DP）	9%	6%
成本百分比（CP）	4%	5%

这就是经过比对分析得出的结论。155美元的看跌期权提供了额外3%的保护，但是仅仅增加了1%的成本。整体的155美元看跌期权似乎提供了更好的对冲，但仍然由散户们自己决定到底选择哪一种。

这两项投资的最终目标是一致的，因为投资的都是IBM股票，现在就容易做出比较了。需要注意的是交易打破收支平衡的水平是不一样的。这是因为150美元的期权费较少（7美元），而155美元的期权花费较高（8.50美元）。

图20.3所表示的是同时包含这两种配对看跌期权的风险图。

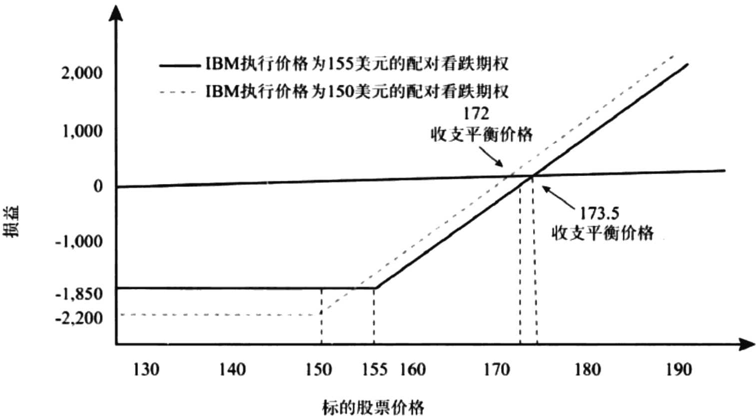


图20.3　比较执行价格为150美元的配对看跌期权和155美元的配对看跌期权

根据你对这项投资的风险承受能力，你需要作出决定，是否每股1.5美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的差异足够强大到左右你选择什么样的投资。但是也有可能这每股1.5美元的差异微不足道，根本不值得一提。每一项投资都小于1%，但是这一次，这个也由你决定。有着长远目标的买进和对冲投资者并不会被价格水平内这一系列小小的改变所羁绊。仅仅简单地预测九个月都在1%之内是行不通的。向作为投资者的读者提供这些百分比的目的，是为了给读者提供作出经得起风险度量的决定的方法。

选择行权期

当决定选择哪一种执行价格时，损益表是一种可以将下降趋势百分比和成本百分比具体化的简便方式。但是行权期时段呢？怎样去作出选择？我们再一次提醒读者，你们进行的投资是着眼于长远目标的，这意味着除非万不得已，否则你不应该选择行权期很短的投资。在属于价外的时候买进配对看跌期权，所有的花费都是外在价值。这意味着时间和波动率弥补了看跌期权的成本。如果有一件你可以百分之百确定的事情，那就是时间不断向前推移。换句话说，即使是波动率升高，时间价值也会减少。因此，时间对多头期权持有者不利，并且最不利的时间是行权期截止前的一个月。毕竟，在临近行权期截止时，你可以确定时间价值根本不存在于你的买入看跌期权里面。相反地，离行权期截止日期越远，时间价值减少得越慢。

将这些因素结合起来，你能够得出结论：你走得越远，你避免的时间衰减越多，并且你不会违反我们的铁律，根本不会！根据多年的经验，我们愿意使用的是行权期为六个月左右的期权。它使得更为简单的年度百分率计算成为可能（你仅仅需要让你的成本翻一倍即可），并且能够满足着眼于长期投资的规则。

利用行权期较长的看跌期权还有另外一个优势，当你决定去收获利润时，这个优势就显现出来了。当一个期权转为另外一个期权时，离行权期截止日期较远的期权提供了更为平衡的掉期（这些内容将会在后面进行讲解）。

换句话说，如果一项投资在前三个月就获得了预期收益的80%，为什么不出售这个看跌期权，然后从利润中拿出一小部分购买一个接近于市场价值的期权呢？这样做将会使对冲升值，锁定一些收益，如果投资者愿意，也可以扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





大对冲。原始看跌期权行权期延长带来的好处是：当进行交易时，仍然拥有剩余的时间价值，这有助于减少对冲延长和转仓所需要的成本。

进行对冲的投资者必须处理期权交易市场里的一个制约因素：找到行权期为六个月的期权可能很难，并不是每一个月都会有期权。通常会有当前月份和下个月的期权，行权期为三个月和行权期为一年的期权（LEAPS）也是这样。因此尽管看起来已足够，有时你可能发现自己不得不在四个月或者六个月中进行选择。当这种情况发生时，应当选择时间较长的那一个。对于配对看跌期权来说，选择行权期限较长的期权会有更多的好处。

记住在你交易日志中实时追踪你的投资。通过回顾你的交易记录，你就能够弄清楚什么样的投资代表着你的“最佳投资点”。根据你的决策过程了解你的表现怎么样是很重要的。若要浏览我们的样板交易日志，请登录以下网址：http://www.buyandhedge.com。

额外策略：配对看涨期权

配对看跌期权的原则可以作为一种策略使用，称为配对看涨期权。配对看涨期权主要是通过买入看涨期权，为股票空头创造保护，就像买入看跌期权能够保护股票多头一样。对于标的股票，配对看涨期权是你的一种看跌投资偏好。这种期权能够发挥效用，是因为当标的股票价格上升时，股票空头的风险会给你带来无限的损失。买入看涨期权带来的收益抵消了股票空头带给你的损失，因为一旦看涨期权属于价内期权，它会以同等金额的速率上升。

我们的策略是买进一份价格高于股票空头价格的看涨期权。你同时也可以考虑计算下降趋势百分比和成本百分比。唯一的区别是在这种情况下，股票的下降趋势百分比处于上涨趋势。

因为无限损失的风险和保证金需求的存在，许多投资者并不会选择股票空头，但是当用看涨期权进行对冲时，这些风险都无须担心。风险成本仍然是最重要的风险度量标准，它使你能够确定损失的多少。

不管你相不相信，和买入看涨期权一样，另外两种策略也与股票空头有关。我们提到这个是因为希望你们能够熟悉这些策略，并且当不知道自己处于什么样的境遇时，你们不会回避它们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章节重点

- 配对看跌期权是股票多头和看跌期权的结合体，主要用于保护看涨趋势。
- 配对看跌期权用于定义和限制股票头寸里面的下降趋势。
- 配对看跌期权最大的好处就是它能够最大程度降低风险成本——最关键的风险度量标准。
- 使用下降趋势百分比和成本百分比来决定你应该选择哪种执行价
- 当选择行权期时段时，选择至少六个月以上的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十一章



利率上下限期权

"我非常赞成枪支控制。如果附近有一支枪，我很想控制它。"

——汤米·诺瓦克。

选自1989年的电影《凯迪拉克神探》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这句引言是克林特·伊斯特伍德在电影中所扮演角色的一句台词，它提醒我们控制的是风险，而不是收益。尽管不可能拥有预测结果的能力，但定义潜在结果的能力却是投资者可以控制的。利率上下限是一种策略，通过确定期权的价格上限和价格下限来“抓住”一只股票。如同你已经学到的，期权能够为构建投资提供多种不同的解决方法。在前面一章中，你已经学到了配对看跌期权，并且通过支出一定的费用，你可以保护你的股票多头。好吧，不管你相不相信，你也可以出售期权，以便获得一些收入，作为你付出的期权费的一种补偿措施。你是通过卖出执行价格高于配对看跌期权执行价格的看涨期权而达到目的的。通常，这是投资者第一个想法：卖掉股票。这样，投资者可能为自己带来一些现金，卖掉这些处于价格顶端的股票可以获得巨大的利益。实质上，这样体现了或者“抓住”了股票的整体绩效。你可能会想到，卖出看涨期权意味着，如果股票价格高于看涨期权的执行价，你必须卖出你的股票。你已经对此有所了解，同时，如果它的价值下降，配对看跌期权允许你以某个特定价格卖掉股票，有了这两个条件，你将会确定一项投资的绩效区间。

利率上下限期权是股票多头、卖出看涨期权、和配对看跌期权的集合体。通常看跌期权的执行价低于当前股票价格，但是看涨期权的执行价高于当前股票价格。这意味着这两种头寸都属于价外期权。投资者很可能更喜爱使用这种策略，因为他可以使用卖出看涨期权所得的收益，去支付用来保护股票多头的看跌期权的期权费。因此，这项投资一般被认为是看涨的。一项投资最大的损失是由保护性看跌期权决定的；同时，看涨期权的卖出费支付了部分的或者全部的保护成本。投资获得最大利益的上限是由看涨期权的执行价格决定的。如果价位达到了，股票就可以出卖，或者按照惯例，在期权行权期内卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头寸的动态分析

让我们来看看利率上下限的一个例子，和当股票价格上下变动时的动态价值。

- 多头 100 GE
- 多头 1份 GE 100 JAN12 17 看跌期权
- 空头 1份 GE 100 JAN12 20 看涨期权

你注意到这一项投资的前两个部分和前面一章中配对看跌期权中的一模一样。事实上，这种策略和配对看跌期权相似，如果股票价格下降到了每股17美元，下降趋势保护是仍然存在的。然而，在利率上下限策略里面，卖出看涨期权会为投资者创造一些收益，这些产生的资金用来支付看跌期权所需费用。这些收益的产生需要一定代价，投资者必须放弃一些潜在的收益上涨。如果美国通用电气公司股票交易价格上升到了20美元以上，在这项投资里面，交易者将获取巨大利益，但是我们必须提醒一下，如果看涨期权属于价内期权，并且期权的持有者要求执行，那么卖出者有义务以执行价卖出股票。卖出者因履行这一义务而获得期权费。

"拥有"的股票价值是看涨期权头寸价值的负值。我们来举例说明，如果美国通用电气公司股票交易价格为22美元，那么卖出看涨期权所拥有的价值为-200美元。它的计算方法是：用执行价格减去股票的交易价格，然后乘以100。在这种情况下，价值就计算出来了：（$20-$22）×100。

当美国通用电气公司股票价格上下波动时，表21.1表明了利率上下限头寸的价格和价值。

表 21.1 头寸的价格和总价值

GE股票价格	100股价值	1 GE JAN12 1 GE JAN12	–1 GE JAN12 20 看涨期权	总价值
$22	$2,200	$0	–$200	$2,000
$21	$2,100	$0	–$100	$2,000
$20	$2,000	$0	0	$2,000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

GE股票价格	100股价值	1 GE JAN12 1 GE JAN12	-1 GE JAN12 20 看涨期权	总价值
$19	$1,900	$0	0	$1,900
$18	$1,800	$0	0	$1,800
$17	$1,700	$0	0	$1,700
$16	$1,600	$100	0	$1,700

注意：一旦标的股票高于每股20美元，总价值就会停止增加。但是你也应该注意到，如果股票交易价格低于17美元，看跌期权会一直保护你的投资，有效地使它保持在对冲状态。

你可能会奇怪为什么一位投资者会设定价值的潜在上限点。但是尽管对上涨点有所限制，但是上涨到这一水平时，即使卖掉股票，也并无大碍，并且对于上限点，你会得到一笔期权费。对于利率上下限期权策略，这笔期权费帮助你支付对冲所需要的费用。出售你计划外的上限价值是有意义的。换句话说，如果目标交易价格达到20美元，你就能出售美国通用电气公司股票，为什么不乘机事先得到一笔期权费呢？

从通用电气公司的例子可以看出，在20美元的时候出售这家公司股票，已经达到了价格的上限点，因此获得的期权费可以支付执行价格为17美元看跌期权的成本。在这种情况下，假设通用电气公司股票交易价格为17.5美元，执行价格为20美元的看涨期权（the GE JAN12 20 call）就拥有了0.5美元的期权费，执行价格为17美元的看跌期权（the GE JAN12 17 put）的交易价格仍然为1美元。最初建立这项利率上下限期权的成本则为1800美元。计算方式就是股票的总购买价格1750美元（100股×$17.50交易价格）加上看跌期权成本100美元（$1×100）减去看涨期权内的50美元期权费（$0.50×100）。

表21.2显示了每一头寸的价值和原始成本，图21.1是风险图，标示了总损益。

表21.2　价值和原始成本

GE股票价格	100股价值	1GE JAN12 17 看跌期权	-1 GE JAN12 20 看涨期权	总价值	原始成本	总收益
$22	$2,200	$0	-$200	$2,000	$1,800	$200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

GE股票价格	100股价值	1GE JAN12 17 看跌期权	–1 GE JAN12 20 看涨期权	总价值	原始成本	总收益
$21	$2,100	$0	–$200	$2,000	$1,800	$200
$20	$2,000	$0	–$100	$2,000	$1,800	$200
$19	$1,900	$0	0	$1,900	$1,800	$100
$18	$1,800	$0	0	$1,800	$1,800	$0
$17	$1,700	$0	0	$1,700	$1,800	–$100
$16	$1,600	$100	0	$1,700	$1,800	–$100

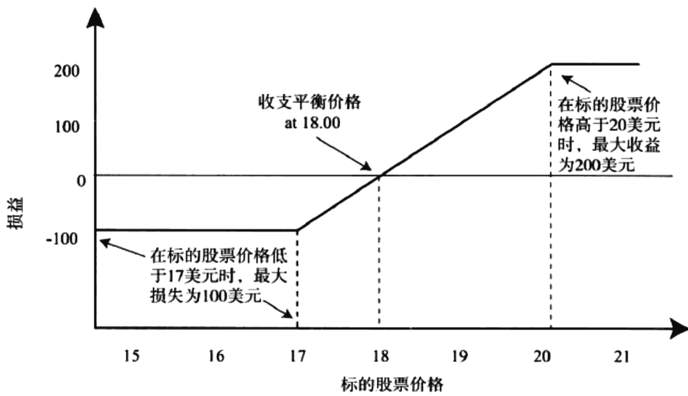


图21.1 GE 17/20利率上下限期权

注意：投资是在18美元的水平时达到了收支平衡，在这项投资组合中，交易者遭受的损失不会超过100美元，但是收益也不会超过200美元。这是一种经过对冲的投资，确定了上涨趋势，同样也确定了下跌趋势。这项策略在降低整体投资（即你的整体投资组合）的波动率方面作用巨大。换一种方式表述，不管通用电气公司的股票价格如何波动，你的损失不会超过5.5%（$100/$1800），但是收益也不会超过11%（$200/$1800），这样的结果需要付出的代价是每股0.50美元的期权费，你购买的价格为17.50美元，通用电气公司的收支平衡价格总是18美元。现在，你知道了这项投资的风险成本是100美元，出现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标的股票价格为17美元的时候。

你可能也注意到只有当公司股票价格停留在17美元到20美元之间时，这项投资的持有者在行权期内才会继续持有这家公司的股票。如果股票在行权期内，价格低于17美元时，你的经纪人将会唆使你行使你的权利，以17美元的价格卖掉股票。当股票价格上升到20美元以上时，你的经纪人将自动以20美元的价格卖出股票，这意味着不管这其中哪一种情况出现，在你的账户上，都将不会再有该股票。

当看涨期权属于价内期权时，卖出者必须无条件地卖出他的股票。当看跌期权属于价内期权时，拥有者应该行使他的权利，以高于市场的价格出售股票，获取对冲利润，如表21.3所示。

表 21.3　看涨期权或者看跌期权属于价内期权或者价外期权

GE股票价格	GE 100 JAN12 $20 看涨期权	GE 100 JAN12 $17 看跌期权
GE股票价格>$20	价内期权	价外期权
GE股票价格在$17和$20之间	价外期权	价外期权
GE股票价格<$17	价外期权	价内期权

避免冲突的方式是确保看涨期权的执行价高于看跌期权的执行价。顺便提一下，在你的账户中，并不需要担心价外期权。在行权期内，你的经纪公司会自动移除它们。

这些数字十分精确，且简单明了地描述了动态的利率上下限期权。

风险度量标准

就像配对看跌期权一样，利率上下限期权在管理你的风险资本——我们最重要的风险度量标准方面起着重要作用。当使用利率上下限期权时，表21.4描绘了这四项风险度量标准的核心意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表21.4　四种风险度量标准的详细分析

风险度量标准	这项策略的详细分析
风险成本	风险成本的使用频率已经大量降低，因为这项策略明确而肯定地定义了可能损失的最大量。 风险成本的计算方法是：购买股票的总成本减去（配对股票期权的执行价乘以合约数再乘以100）加上购买这个看跌期权的期权费减去出售看涨期权的期权费。
波动率	利率上下限期权是一种极其有效的工具，用于控制一项投资里面的波动率。 利率上下限期权对创建窄幅波动的损益状况方面十分有效。 只要这项投资是窄幅波动，这项投资的波动率就能很好地得到控制。
隐含杠杆	投资者对待利率上下限期权时，应该假设它的隐含杠杆为1.0，因为它包含一个股票多头或者交易所交易基金多头。 在价外期权的时候买进看跌期权和看涨期权，因此它们中没有一个会向这个头寸里面增加杠杆。 照例，在加入新的投资项目时，好好考虑这一项新的投资对整体投资组合的杠杆产生的整体影响。
相关性	相关性本身就是一种计算结果，它并不受选中的对冲策略带来的影响。 当你为投资组合设计框架时，你应该考虑到标的股票的相关性数据。那种相关性并不直接受你使用的期权策略的影响。

为利率上下限期权选择执行价格

现在既然利率上下限期权被定义为附带卖出看涨期权的配对看跌期权，现在该是讨论为它选择执行价的时候了。

在前面一章中考虑的两件事情仍然存在于利率上下限期权之中。但是另一个百分比应该加入其中。

- 上升趋势百分比（UP）

作为提醒，下面是前面一章中学习到的两个百分比：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 下降趋势百分比（DP）
- 成本百分比（CP）

上升趋势百分比是一种高于当前市场价格的百分比，其中，看涨期权执行价已经确定下来。下降趋势百分比是在对冲起作用之前，标的股票下降的比率。成本百分比是你愿意为保护下降趋势支付的金额比率，但是这一次，它还包括卖出看涨期权所产生的期权费。

看起来这似乎变得越来越复杂，其实不是，加入看涨期权本质上降低了看跌期权保护的成本，并且确定了上涨趋势。这几个百分比彼此间仍然息息相关，并且能帮助你更加了解风险和收益会是怎么样的，甚至了解标的资产的波动率。

上涨趋势百分比指的是在出售股票之前，你愿意让你的股票升值到多少。在这种情况下，你愿意让你的股票价值从17.50美元上升到20美元，那么这就是2.5美元的上升幅度，那么上升趋势百分比为14.3%（$2.50/$17.50），这就为整体投资市场绩效提供了另一半的风险/回报方程。这是因为当你卖出了一只股票的看涨期权，如果合约的另一方行使他的权利，你不得不以看涨期权的执行价格出售你的股票。这通常发生于以下情况：股票交易价格处在看涨期权执行价之上，并且通常在行权期内或者接近股息时间。换句话说，你没有机会以高于看涨期权的执行价出售股票，除非该股票是未经对冲保护的。（我们从不推荐没有保护的看涨期权，因为它是投机型的、没有经过对冲的头寸。）这意味着你十分确定地知道你将会获得的最高股票价格，并且这个价格确定了上涨趋势水平。

股票将会上升的区间应该根据你通过对股票前景的判断来决定，并且还要看你使用的是何种分析。对于股票来说，这个区间会相当大。按照惯例，它应该会高到一定程度，产生的利润足以对期权费用进行弥补。如果不是这样，那么对于看跌期权的成本来说，这种上涨根本没有任何意义，那么就没有理由为其设置保护了。你需要考虑这一点：看涨期权的期权费应该至少是保护看跌期权成本的50%，并且达到足够高的执行价，以便卖出股票时获取的利润具有吸引力，这并不是不可违逆的规则，它是一种技巧，使得你更为仔细谨慎地考虑上涨趋势。

上涨趋势百分比的计算方式是：执行价格的上限与当前股票价格的差值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除以当前股票价格，即：

上涨趋势百分比（UP）=（执行价格上限–股票价格）/股票价格

在美国通用电气公司的例子里面，上涨趋势百分比（UP）=（$20–$17.5）/$17.5=14.3%。

下降趋势百分比的计算方式和配对看跌期权里面是同样道理：

在美国通用电气公司的例子里面，下降趋势百分比（DP）=（股票成本–看跌期权执行价格）/股票成本

下降趋势百分比（DP）=（$17.5–$17）/$17.5=2.9%。

利率上下限期权的成本百分比需要考虑在内的是：期权费抵消了投资的部分成本和建立保护所需费用。成本百分比的计算方法是：看跌期权的成本减去看涨期权的期权费，然后再除以你支付的所有费用：

成本百分比（CP）=（看期权成本–看涨期权期权费）/（股票成本+看跌期权成本–看涨期权的期权费）

在美国通用电气公司的例子里面，成本百分比（CP）=（$100–$50）/（$1,750+$100–$50）=$50/$1,800=2.7%。

表21.5比较了利率上下限期权和前一章中配对看跌期权的百分比情况。

表21.5　对比利率上下限期权和配对看跌期权　　单位：%

这三个百分比	GE利率上下限期权	GE配对看跌期权
上涨趋势百分比（UP）	14.3	无限制
下降趋势百分比（DP）	2.9	2.9
成本百分比（CP）	2.7	5.4

这里需要注意的是：对于利率上下限期权和配对看跌期权来说，下降趋势百分比一模一样，但是利率上下限期权的成本百分比低得多。

像往常一样，你需要时刻注意你的风险。在利率上下限期权的情况下，风险成本是最值得注意的一个因素。本例中，风险成本，或者说最大损失，是100美元。

让我们重新审视前述章节中IBM/BIDU的例子，来看看适用于这些情况的实例。我们还是要稍微提醒一下，那个例子解释了百度公司的波动率是怎样使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





看跌期权保护的成本更加昂贵的。通过卖出看涨期权创建利率上下限期权，相同的波动率实际上会增加成本的金额。换句话说，在市场绩效不稳定的股票上需要花费更多金钱用于保护，而当你通过卖出和他们有关的看涨期权时，你就可以获利。

让我们来比较一下高于股票价格10%的看涨期权数据。保持前面一章例子中的配对看跌期权处于相同的水平，大约低于股票价格10%。

百度数据：

- 百度公司最后的交易价格为146美元
- BIDU 100 JAN12 160 看涨期权@～$15.75
- BIDU 100 JAN12 130 看跌期权@～$13
- 上涨趋势百分比=（$160–$146）/$146=9.6%
- 下降趋势百分比=（$146–$130）/$146=11%
- 成本百分比=（$13–$15.75）/（$13+$146–$15.75）=–$2.75/$143.25=–2%
- 风险成本=100（$16–$2.75）=$1,325

注解

倒数第二条中，成本百分比是负数。这意味着它实际上产生了净正成本，因为从看涨期权中产生的利润高于保护看跌期权的成本。

IBM数据：

- IBM最后的交易价格为165美元
- IBM 100 JAN12 180 看涨期权@ ～$5.75
- IBM 100 JAN12 150 看跌期权@ $7
- 上涨趋势百分比=（$180–$165）/$165=9.1%
- 下降趋势百分比=（$165–$150）/$165=9.1%
- 成本百分比=（$7–$5.75）/（$7+$165–$5.75）=$1.25/$166.25=1%
- 风险成本=100（$15+$1.25）=$1,625

表21.6比较了这两项利率上下限期权投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表21.6 IBM和百度公司利率上下限期权投资

这三个百分比	IBM 利率上下限期权	BIDU利率上下限期权
上涨趋势百分比(UP)	9.1%	9.6%
下降趋势百分比(DP)	9%	11%
成本百分比(CP)	1%	-2%

这是对上面数据的分析：

- 这两项投资的上涨趋势百分比几乎相同，百度公司的稍高。
- 在下降趋势百分比方面，IBM拥有2%的优势。
- 在成本百分比方面，百度公司拥有3%的优势。
- 百度公司的风险资本低300美元。

图21.2和21.3是这两个利率上下限期权的损益表。

在前面一章中，很难说明投资上述哪一家公司是更好的选择，因为潜在上涨趋势并没有确定下来。在利率上下限期权的情况下，上涨趋势被确定下来，因此，百度公司的投资比以前看起来更为吸引人。这是因为从看涨期权里面产生的期权费完全能够抵消保护所需要的成本，甚至每股还产生了额外的2.75美元的收益。

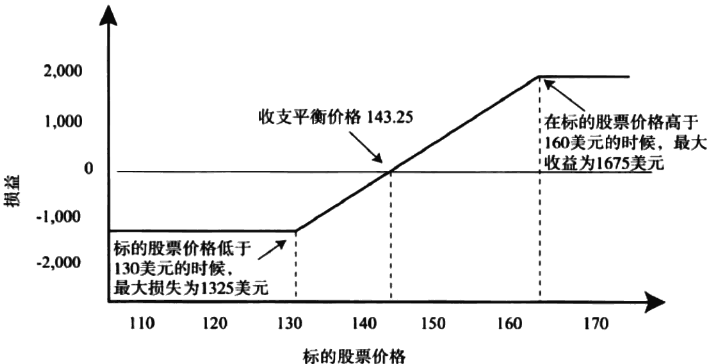


图21.2 BIDU 130/160利率上下限期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



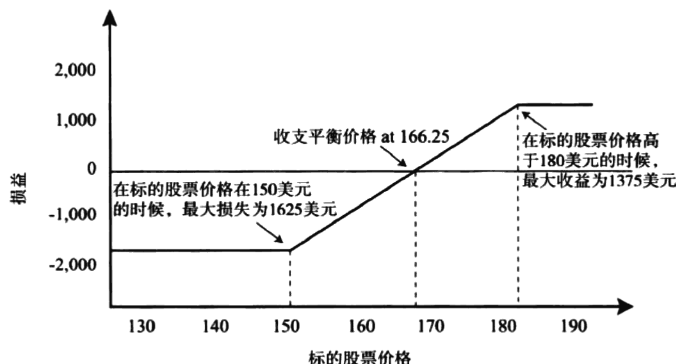


图21.3　IBM 150/180利率上下限期权

在这两家公司之中选择任一交易的决定权在于投资者，但是我们讲解的这些至少能帮助你了解了风险和潜在的上涨趋势。

选择行权期

对于配对看跌期权，你希望看跌期权保护拥有很长的时限——至少六个月，在这一点上，我们的策略不会有任何改变。然而，当你卖出看涨期权时，时间实际上是对你有利的。当你在卖出看涨期权时为自己买进一项保护性看跌期权时，时间不断的减少都会给你带来好处。短期期权的时间价值比长期期权的时间价值减少得更快。在这种情况下，当你的期权即将到期时，时间的减少对你来说，似乎是一件好事。因此，为什么非得六个月才卖出一次看涨期权呢？你应该每个月都卖出一次看涨期权。

举个例子，来看看在IBM/BIDU这个例子中讨论到的高于当前市场价值10%的看涨期权。百度公司2011年5月到期，执行价格为160美元的看涨期权还剩下一个月到期的时候，交易价格为＄3.0美元，2012年1月看涨期权还剩9个月到期的时候，交易价格为15.75美元。卖出一个月到期的看涨期权九次很有可能带来27美元的利润，单独交易一次2012年1月看涨期权会获取利润15.75美元。把这和IBM一个月行权期的看涨期权做比较，一个月行权期的看涨期权产生的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润仅仅为20美元，而行权期九个月的看涨期权可以为你带来5.75美元的利润。在IBM的例子中，股票的低波动率并不会产生很高的期权费。每个月0.2美元，九个月下来总共甚至不会超过2美元，因此选择行权期至2012年1月的期权更为明智，因为它总共产生了5.75美元的利润。

表21.7比较了这些数据。

表21.7　IBM和百度公司的数据对比

高于市场价格10%	IBM	百度公司
行权期1个月的看涨期权	$0.20	$3.00
行权期1个月的看涨期权的9倍	$1.80	$27.00
行权期9个月的看涨期权	$5.75	$15.75

如果IBM股票是投资者想要的标的股票，他将会选择行权期为9个月的期权。另外，投资者可以判断出：如果卖出3次行权期为3个月的看涨期权，他会赚取更多利润。事实上，投资者甚至可以试着改变一下看涨期权的执行价格，以便获得更多的期权费。投资者应该仔细研究这些不同的组合，根据自己的期望和观点，获得正确的风险/回报组合。

决定多次卖出行权期为一个月的看涨期权，而不是长期的看跌期权会给投资者带来更多的好处。其中一个好处是：如果标的股票价格上升，随着时间的推移，投资者会有机会提高执行价格。这也可以提高上涨趋势百分比，在股票头寸中，交易者可以从投资中享受到更多的利润。更短的投资期会给卖出者带来一个好处：他不必预测未来九个月的发展趋势。尽管你需要一直保持长远的目标，但是预测一个月的走向理所当然地比预测九个月的走向更为简单。如果投资者的偏好发生了变化，他也有机会随时改变策略。

股票价格在一个月内上升10%的可能性总是小于在九个月内上升10%的可能性。所以，我们再一次强调如果某只股票给投资者带来了利润，适时卖出股票并不是一件坏事。如果这种情况真的发生了，并且股票价格比预期提前到达上限点，你并不需要多等上八个月，希望这个价格一直保持不变。你可以立刻拉绳收网，赚取利润，然后去寻找其他的投资项目。

多次卖出行权期为一个月的看涨期权的不利之处在于：你的期权费的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





取方式是每个月的分期付款。这样导致的结果是你的风险资本大大增加。这是因为在足够多的看涨期权被卖出以等价于长期看涨期权的期权费之前，总有一个风险存在：股票价格会下跌，你将得到更少的期权费。比如，在百度公司的例子里面，假设你以3美元的价格卖出行权期截止到2011年5月的看涨期权，而不是直接以15.75美元的价格卖出2012年1月到期的期权，然后股票价格下跌到130美元以下。你将会错过期权费里面12.75美元的利润，而这些本来可以减轻标的股票价格下跌带来的损失。如果股票价格并没有下跌至保护性看跌期权执行价格之下，这种情况同样适用，而你只会损失掉一点钱。如果百度股票在一个月之后，下跌了5美元，并且又到了卖出看涨期权的时候，160美元的看涨期权并不会像以前一样给你带来那么多的期权费。你将必须作出选择：要么降低看涨期权执行价，要么收取更少的期权费，要么把这两者结合使用。

一种缓和股票反向波动带来的潜在影响的方法是：卖出两到三个月而不是一个月的期权。这种方式依然可以给你带来足够多的期权费，并且它能够为你降低被迫改变下一个月上涨趋势百分点的风险。然后，当你获得了足够的期权费，其数量足以支付看跌期权或者等于长期看涨期权的期权费时，你可以转为卖出行权期为一个月的看涨期权。这样做是因为股票的反向波动不会再影响到最初投资中的数据，因为所有长期期权费已经获得。你可以这么想：这能让你获得几个月没有负面因素影响的卖出看涨期权的时间。

好好地考虑卖出行权期为一个月的看涨期权或者长期配对看跌期权很重要。你也应该根据投资环境和自己的投资期望和前景来确定。你必须充分考虑它们的优点和缺点，人们普遍认为，多次卖出看涨期权而不是进行一次一次卖出长期的看跌期权是一个不错的选择。

章节重点

- 利率上下限期权是股票多头，保护性看跌期权和卖出看涨期权的结合体。它适用于适度的看涨期望。
- 利率上下限期权从卖出看涨期权中获取的期权费，用来支付保护性看跌期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 利率上下限期权确定了一只股票头寸里面的有限的上涨趋势和有限的下降趋势。
- 使用上涨趋势百分比，下降趋势百分比和成本百分比标准来选择合适的执行价。
- 当决定行权期时段时，选择最少六个月的时长。
- 当机会摆在你的面前时，选择行权期为一到三个月的看涨期权卖出。这对保护性看跌期权来说可能会产生更多的期权费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十二章



股票替代策略

“我的哲学是：‘一百美元的鞋子和三美元的鞋子一样光彩照人。’”

——约翰·温格。

选自1981年电影《杂牌军东征》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比尔·莫瑞在电影《杂牌军东征》里面的角色拥有的可能是一个正确的观点。如果你的鞋子只是看起来像是花费了100美元，是否它们就能和真正花了100美元的鞋子带来相同的效果呢？有可能，但关键是如果买入看涨期权给了你实际上相同的风险，你还需要买进单笔交易的股票吗？

期权最普遍的用途之一是买进看涨期权。你现在已经完全了解了，看涨期权赋予长期持有者以特定价格在特定时间内购买一种标的股票的权利，为了获得这个权利，其拥有者必须支付一定数额的期权费。这可能是与期权有关的最具威力，也是最广泛使用的策略之一，主要因为这是投资者最容易掌控的一种策略。这种策略可以用在对一种股票的对冲或是投机上，但不管用在何处，有一件所有的投资者都赞同的事情是：它最适合作为替代股票的一种策略。

当拥有看涨趋势时，价内看涨期权用于控制股票份额，他们允许持有者使用杠杆去控制期望的股票数量，而不需要拿出购买股票所需的全部金额。更加重要的是，价内看涨期权提供了一个自然的、固定的对冲。执行价格代表着在你的投资中，可能的最少损失。当然，价内看涨期权的确包含时间溢价——即对冲成本。

就像在第16章“什么是期权”中描述到的，看涨期权赋予持有者在特定时间内以特定价格购买一种标的股票的权利。为了得到这一控制的权利，持有者/购买者必须要向卖出者支付一笔期权费。我们使用术语“控制”是因为当期权被行使时，是看涨期权的购买者有效的控制着相同数量的股票。看涨期权可以看作是价内期权（ITM），平价期权（ATM），或者价外期权（OTM）中的一类。价内看涨期权拥有的执行价格低于当前市场价格。平价期权拥有的执行价格等于股票的当前市场价格，而价外期权的执行价格高于当前市场价格。

买进和对冲在这一章中推荐使用价内看涨期权，因为这是与拥有股票最接近的事情，并且它包括内嵌对冲。除此之外，控制相同数量的股票所要付出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的成本则低得多。最后，相比于平价期权和价外期权，价内看涨期权是最不具投机性的行为。

头寸的动态分析

对于价内看涨期权，它的执行价格比当前市场价格低得多。让我们举出一个交易所交易基金的例子，比如，标准普尔500（S&P 500），SPY就是代号。

当我们正在撰写这一章内容时，SPY的交易价格为130美元。因此购买100股的SPY将会花费13,000美元。然而，看涨期权行权期还剩六个月的价格，属于价内期权，低于市场价格10%。用另外一种方式表述就是，你选择了比市场价格低于10%的执行价格。那么SPY的属性为：行权期截至到2011年9月，执行价为117美元的看涨期权，并且它拥有的期权费为每股15.50美元。执行价为117美元的看涨期权属于价内期权，低于市场价格13美元（130美元减去117美元），并且这个价格被认为是内在价值。如果期权在今天到期，而股票交易价格仍然为130美元，那么这就是看涨期权拥有的数学价值。另外的2.5美元（15.50美元减去13美元）被称为外在价值（或者说时间价值），主要是由行权期的时段和波动率决定的。

如果一位投资者想要通过SPY 行权期截至到2011年9月，执行价为117美元的看涨期权去控制100只股票，它所需要的成本是1,550美元（15.50期权费×100），当然，是通过购买期权合约的方式。这意味着投资者可以选择在2011年9月行权期截止之前，买进价格为117美元的SPY，而不用理会在那个时间交易所交易基金的市场交易价格为多少。当SPY交易价格为132.50美元时，这个头寸的收支平衡点就出现了，这是因为时间价值（外在价值）的2.50美元需要抵消掉。

我们来看看当SPY价格上下波动时，会出现什么情况。表22.1和图22.1比较了一次单笔交易的交易所交易基金和这个头寸的潜在收益和潜在损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表22.1 SPY的潜在收益和损失

SPY价格	100股价值	SPY 100股的损益	1 SPY SEP11 117看涨期权 价值	1 SPY SEP11 117看涨期权 损益
100	$10,000	−$3,000 (−23%)	$0	−$1,550 (−100%)
110	$11,000	−$2,000 (−15%)	$0	−$1,550 (−100%)
117	$11,700	−$1,300 (−10%)	$0	−$1,550 (−100%)
120	$12,000	−$1,000 (−8%)	$300	−$1,250 (−81%)
130	$13,000	$0 (0%)	$1,300	−$250 (−16%)
132.5	$13,250	+$250 (2%)	$1,550	$0
140	$14,000	+$1,000 (7%)	$2,300	+$750 (48%)
150	$15,000	+$2,000 (15%)	$3,300	+$1,750 (113%)

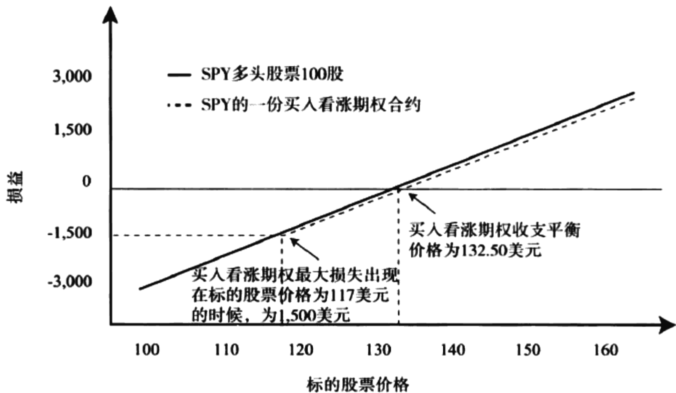


图22.1 比较SPY买入看涨期权和股票多头

117美元和132.50美元这两个点在图中特别标注出来是为了强调看涨期权中某些特别重要的价格点。当SPY的价格为117美元时，在这个看涨期权中，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者遭受到了最大损失，不会再继续亏钱。在期权行权期内，任何低于117美元的价格对于投资者来说无关紧要，这是因为相比于投资者拥有的117美元执行价，直接以市场价格购买股票更加便宜。同时，如果你拥有单笔交易所交易基金股票，那么当SPY价格持续下降时，投资的价值也会继续下降。在132.50美元的水平时，认购头寸就处于收支平衡点，这是SPY需要升高以获得利润的价格。希望在六个月之后，你在看涨的交易所交易基金上面可以获得2.50美元的增长。这看起来似乎显而易见，但是我们仍然需要提出：拥有股票时，收支平衡价格就等于你买进这只股票时的价格——在这个例子中，就是130美元。

下面需要指出的是：执行价格为117美元的看涨期权的损益百分比的变化区间为-100%~113%。当与交易所交易基金比较时（变化区间为-23%~15%），这一种的波动率看起来特别大。这个数据说明，当你试着降低波动率时，股票多头是一个更好的选择，然而，这仅仅说明了冰山一角。因为购买看涨期权花费了更少的资金，所以看涨期权的损益波动率才会如此之高。换句话说，认购头寸拥有固定的杠杆。看涨期权的最大损失量限制在1550美元——与之相比较，交易所交易基金多头中每股100美元SPY则遭受到了3000美元的损失。一分钱一分货，如果SPY降到了每股100美元，那么风险就会增加一倍。认购头寸的损失金额限定为支付的期权费，也就是117美元的水平。在117美元之后，交易所交易基金所遭受到的损失并没有得到限制，它的价值会一直持续下降，一直下降到0美元为止。交易所交易基金多头的风险成本是13000美元，执行价格为117美元的看涨期权的风险成本仅为1550美元。

在损益的收益这一面，看涨期权仍然非常有效。看涨期权和交易所交易基金一样，上涨趋势的计算方法相同，但是需要减去支付的250美元的时间价值。股票头寸中在132.50美元的基础上每增长1美元，认购头寸就会对等地增加1美元的内在价值。看涨期权掌控了相同数量的股票，并且就它本身而言，当SPY价格升高时，它能具有上涨趋势。请同样记住：你只需要为看涨期权拿出原始成本1550美元；对于股票，则需要13000美元。可以说只要这样你就可以更有效地支配你的资金，释放这些资金并把它们用于其他的投资或者去赚取利息。另外一种看法是1550美元只能够购买SPY 交易所交易基金的11只股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是这1550美元花费在看涨期权上面，可以控制100只股票的上涨趋势。如果SPY价格上升20美元，达到150美元的程度，你用1550美元购买的11只股票只能赚220美元（11只×20美元）。然而，在看涨期权上面，投资者可以获得1750美元的利润，这也表明了期权中具有内在的杠杆收益。

期权内在价值越高，看涨期权的整体花费就会越高，因为内在价值持续增长，但时间价值则会降低，这会降低收支平衡点的价格，这也意味着在你开始赚钱之前，标的股票或者交易所交易基金只需有一个相对较低的增长量。在SPY的例子里面，你需要股票价格上升到132.50美元以上，这就比当前交易价格130美元高出2.50美元。那么2%（$2.50/$130）的上涨收益就可实现收支平衡。

表22.2列出了一些内在价值高的看涨期权，用于说明这种动态。

表 22.2　深值价内看涨期权　　单位：$、%

执行价格	期权费	内在（从$130起）	时间价值	收支平衡	收支平衡百分比
100	31	30	1	131	<1
105	26.30	25	1.30	131.30	1
110	21.75	20	1.75	131.75	1.3
115	17.30	15	2.30	132.30	1.8
120	13.20	10	3.20	133.20	2.4
125	9.4	5	4.40	134.40	3.6
130（ATM）	6.10	0	6.10	136.10	4.7

风险度量标准

表22.3显示了价内看涨期权的风险度量标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表22.3 四种风险度量标准的详细分析

风险度量标准	策略的详细分析
风险资本	风险资本的计算方法是：购买价内看涨期权的总期权费（成本）。 这通常是价内看涨期权的当前价值。
波动率	价内看涨期权拥有自然的固定下降趋势，并且在行权期截至之前拥有一些外在价值。 这两个因素都会降低你投资的波动率，进而降低你整个投资组合的波动率。
隐含杠杆	当使用价内看涨期权时，这是最重要的一种风险度量标准，因为隐含杠杆值永远高于1.0。 价内看涨期权本身就已经是杠杆式投机了，杠杆的计算方法是：总市场价值除以看涨期权的当前总价值。 使用价内看涨期权使得你整体的投资组合杠杆保持在1.0以下，这很重要。小心不要去控制太多的“隐含股本”以至于你的整体投资组合控制的股票比你能够直接用钱能够购买的还要多。
相关性	相关性本身就是一种计算结果，它并不受选中的对冲策略带来的影响。 当你为投资组合设计框架时，应该考虑到标的股票的相关性数据，那种相关性并不直接受到你所使用期权策略的影响。

选择执行价

既然我们已经回顾了内在价值高的看涨期权的动态分析，那么现在该是选择执行价的时候了。这项策略的威力是它在对冲中锁定了资金，并且降低了费用，且没有放弃太多股票上涨时可以拥有的机会。事实上，它和配对看跌期权拥有相似程度的风险，但是需要的资金要少得多。

在这本书中，我们讲解过的用于配对看跌期权和利率上下限期权的所有百分比都不适用这种策略。为什么呢？因为最大损失永远都是100%，上涨趋势没有上限点。以下是用于计算内在价值高的看涨期权的三个重要因素：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





- 风险资本（CaR）
- 收支平衡百分比（BEP）
- 下降趋势百分比（DP）

风险资本是最核心的风险度量标准之一，在最糟糕的情况下，这是投资者可能损失的最大金额。在案例分析中，这不是一种百分比，但是它绝对算得上一种重要因素。

风险资本的计算方法是：看涨期权费乘以期权份额。大多数情况下，期权份额为100，在SPY这个例子里面，风险资本=看涨期权费×100，或者说 $15.50×100=$1550。

收支平衡百分比（BEP）是：标的资产需要增长的，能够抵消看涨期权时间价值的总额。思考一下：股票的价值应该上涨多少才能抵消获得看涨期权杠杆所耗费的成本。

收支平衡百分比（BEP）的计算方法是：时间价值除以标的股票/交易所交易基金的成本，即

收支平衡百分比=时间价值/股票价格

在SPY的例子里面，收支平衡百分比（BEP）=$2.5/$13×100%=2%，这意味着在股票价值上涨2%之后，你就可以获得利益，就像实际上拥有了100只股票一样。

下降趋势百分比（DP）指的是为了达到低于执行价格的水平，股票价格应该下降多少。就像你在SPY的例子里面看到的一样，一旦交易所交易基金降到117美元以下，你的看涨期权就遭受到了最大的损失，即为1550美元，这也是你停止损失的点，事实上，你已经在这场交易中出局了。你承认在股票的波动方向上判断失误，并受到了惩罚。别沮丧，开心点，如果你持有的是股票多头，你会损失更多，相比较而言，这只是一小部分。想想当对冲发挥作用前，股票下跌到一定价格时的价内期权执行价，这和内在价值相似。

下降趋势百分比的计算方法是：执行价格和当前价格差值除以当前价格。

下降趋势百分比=（执行价格–当前价格）/股票价格

在SPY的例子里面，下降趋势百分比=（130–70）/130=10%。

我们再来看看SPY的例子，表22.4中显示了不同执行价格下面各种数据的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况。

表22.4　SPY多重执行价格

执行价格	风险资本CaR	收支平衡百分比BEP	下降趋势百分比DP
100	$3100	<1%	23%
105	$2630	1%	19%
110	$2175	1.3%	15%
115	$1730	1.8%	12%
120	$1320	2.4%	8%
125	$940	3.6%	4%

你可以这样解释这些数据：

- 对于看涨期权这三种较低的执行价而言，下降趋势百分比相当高。这是一种应用广泛的交易所交易基金，通常具有较低的波动率；因此，你应该用贴近当前股票价格的执行价进行保护设置。
- 在执行价格为125美元的水平，收支平衡百分比上升幅度有点太大。这意味着在从投资中获得利益之前，交易所交易基金股票价格必须上升3.6%。有些投资者认为基本面很广的500种股票交易所交易基金的税款很高。对于单只股票，3.6%是可以接受的，能够抵消的时间价值数量，但是可能对于这一种类的交易所交易基金来说，是不能接受的。
- 当执行价格为115美元和120美元时，收支平衡百分比和下降趋势百分比的计算结果是合理的，是在SPY能够承受范围之内的。
- 当执行价格为115美元和120美元时，风险资本的差值仅为400美元。

根据这些因素的分析，我们选择115美元的执行价格，以便更好地缓解风险。这是因为执行价格为100美元、105美元和110美元的代价太高，有太多潜在损失的可能性。当执行价格为125美元时，收支平衡百分比的值太高。最后还剩下两个（执行价格为115和120美元），它们两个之间，风险资本只有400美元的差别，并且收支平衡百分比之间的差异只有0.6%。

就像在第20章中讨论到的，“配对看跌期权”仅仅是等式中的一半。投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者无法考虑收益部分。你也应该考虑到潜在上涨趋势的计算。

图22.2是执行价格为115美元的看涨期权的风险图。

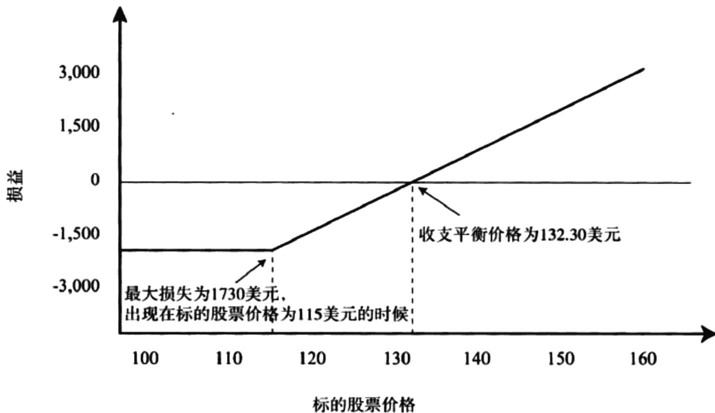


图22.2　SPY深值价内看涨期权，执行价115

这幅图看起来是不是很熟悉？的确是的，它看起来就像配对看跌期权的风险图。这并不是巧合，它们两种确定的下降趋势风险都低于当前股票价值，并且两者都没有潜在趋势的上限点。有时，在此两种策略之中作出选择需要思考良久，在其他时候，一种策略又比另一种策略更胜一筹，这两种策略都确定了对冲水平，需要一定的花费。最终，你对标的股票的期权价格和投资偏好将会促使你选择这两种策略中的一种。

价内看涨期权较之于配对看跌期权的优势在于：为了建立极度相似的上涨趋势风险，价内看涨期权需要支出的成本要少得多。别忘了配对看跌期权的成本等于股票价格加上看跌期权费。如果你在115美元的水平，创建配对看跌期权，将花费130美元购买股票，2.4美元的期权费，合计每股就是132.40美元，或者说，你总共需要支付13240美元。而对于一份合约而言，执行价格为115美元的价内看涨期权需要的总成本仅为1730美元。

然而，有时你想要拥有某种股票。例如出于税务考虑（长期资金收益率和短期资金收益率），或者如果你想要分享伴随着SPY而来的股息。你不会忘记股息的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从历史数据分析来看，SPY每年分给了它的股东2%多一点的股息，但是这种好处仅限于股东，而不包括看涨期权持有者。在接下来六个月，这意味着投资者应该期待1%的股息，这将抵消掉超过一半的支付给看跌期权的期权费，这就像对冲的五折大减价！

这些因素应该根据投资者自己的爱好决定，但是拥有期权（期权的英文option亦可译作“选择”，此处一语双关）总是好的。

选择行权期

决定所购买的保护性看跌期权行权期时长多少的因素，同样适用于价内看涨期权。就像看涨期权一样，时间会逐渐消逝。因为你着眼的是长期投资，当创建一项新的头寸时，你可能想要6个月以上的时长。这里需要注意的一件事情是：当接近看涨期权的行权期截止日期时，比如说，30天到60天，你可能想要向前推进，从而避免时间衰减。

向前急冲指的是结束当前看涨期权，重新买进行权期截止日期更晚的看涨期权的行为（这两期权执行价相同）。在当前价内看涨期权中还剩余时间价值的时候，这是最好的做法。等待期权经历完时间价值的快速衰减使得向前急冲投资更加昂贵。因为你购买的是深度实值价内期权，这不是一笔大交易，但是向前急冲节省的1%最终会起到作用。

在SPY执行价为115美元的看涨期权例子里面，当前月份成本为15.78美元，接下来的一个月为16.18美元。如果股票价格在这段时间内并没有变化多少，并且你希望继续持有这项投资，你应该考虑推进至行权期截止的下一个月。这种情况下，行权期截止之前进行向前急冲将会为你下一个看涨期权获得额外的0.40美元。

当然，继续持有这一项投资的决定必须依据相同的分析：最开始你是怎样决定进行这一项投资的。确保你的投资偏好仍然与之前的一致，当向前推进时，你仍然愿意进行这一项投资。很显然，此时仍然保持你的看涨预期，是一个将错就错的决定。有时候，用剩下的资本转投于其他不同的投资，也是一个不错的选择。

许多人问为什么不直接购买平价看涨期权或者价外看涨期权。这样做的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





成本甚至更低，并且如果你得出看涨的判断，为什么不信任自己的分析？

从你开始想到价外看涨期权的那一刻起，你就在进行投机，而不是对冲。情绪可能已经支配了你，为了收支平衡，股票价格需要上升得更高。从对过去12年的观察中得出，我们认为选择那种策略的人，很难成为一位股票投资高手。我们曾目睹过成百上千的交易者选择一种股票，并且他们的看涨判断也是正确的，但是从这项投资中却没有获得任何收益，我们并不是在夸大事实。当买进的是价外看涨期权时，它没有任何内在价值。没有，什么也没有，真的什么也没有。这意味着所有的价值全部都是外在价值，并且100%，它是属于投机型的。就像我们在第15章到18章中讨论到的，外在价值受到很多因素的影响，包括行权期时长、波动率和利率。对于价外期权持有者来说，任何其中的一个因素都有可能出错，这些因素也存在于价内看涨期权持有者身上，但是内在价值占据了看涨期权费的绝大部分，因此价格对这些因素的影响要小得多。

有几种策略与价内看涨期权关系紧密。一种是在看涨期权获利后决定该怎么办。就像在第14章“收获你的得失”中讨论到的，存在好几种方式。看涨期权可以卖出或者向前推展，或者你甚至可以做空股票，锁定收益。这些策略将在下一章中进行详细讲解。

这本书的后面将会讨论一个高级期权策略：差价。别忘了，就在讲解完配对看跌期权以后，我们立刻将利率上下限期权作为一种支付对冲成本的方法介绍了一遍。相似的策略同样适用于价内看涨期权。卖出另一个看涨期权会产生“差价”。这将成为最有效的对冲工具之一，适用于对对冲感兴趣的散户。

章节重点

- 深值价内看涨期权是为降低成本控制股票份额的一种方法，被认为是看涨投资。
- 深值价内看涨期权的成本确定了可能遭受的最大损失，并且拥有无限制的潜在上限点。
- 当决定采用何种执行价时，可以使用三种计算标准：风险资本、收支平衡百分比和下降趋势百分比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 当创建内在价值高的看涨期权时，选择行权期六个月以上的，并且如果通过分析得出看涨的判断，你决定继续跟进这项投资，那么向前推展30到60天。
- 深值价内看涨期权的风险与配对看跌期权的风险相似。在标的资产的股息和税金优势方面，要仔细考虑这两个策略，作出更好的选择。
- 避免平价看涨期权和价外看涨期权；这些方法具有很大的投机性，且不适合进行对冲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十三章



在投资组合中，交易所交易基金会发挥重要作用

"好了，德米勒先生，可以给我拍特写了。"

——诺玛·德斯蒙德。

选自1950年电影《日落大道》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去几年里，交易所交易基金曾一度处于公众注目的焦点。对于大小投资者而言，它已经成为最受欢迎的投资工具之一。

十年前，在零售经纪账户里面管理买进和对冲投资组合是非常困难的。在最近十年，事情发生了怎样的变化呢？让我们逐一道来，在线工具在这个板块出现了。市场数据变得越来越多，并且投资者更加容易得到它们。期权总量翻了十番。点差因为采用十进制的方式而缩小。对于对冲和投资组合资产分配来说，像交易所交易基金这类新产品成为了主流产品。最终，交易所交易基金市场的不断革新使之自身成为了最引人关注的事情。

十年前，你是怎么接触到大盘指数、板块、分板块呢？很有可能你会使用共同基金。当时交易所交易基金板块还处于初级阶段，只存在于少数的交易所交易基金，并且这些仅仅是基于非常大型的指数（比如标准普尔500、纳斯达克指数）。这些指数的期权总量近乎没有，尽管存在许多期货和指数期权，但它们依然遇到了渗透性低、总量低、公众关注度低的情况。进行指数型交易意味着在高额管理费和结束日定价的条件下购买共同基金。

如今，所有的这些障碍都被不同程度地克服了。但是对于散户们来说，意义最重大的进步莫过于交易所交易基金板块的不断革新。ETF是交易所交易基金（Exchange Traded Fund）的缩写。有史以来第一次，所有交易所交易基金总的资产管理规模（AUM）在2001年第一季度超过了1万亿美元，在金融服务史上，它成为增长最快的产品之一。

但是，到底什么是交易所交易基金呢？它是一种证券，用于追踪指数，商品，或者一篮子资产，就像指数共同基金一样，但是它在证券交易所的交易形式类似股票。简单来说，它是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的一种开放式基金。从法律意义上讲，交易所交易基金的组织形式就像指数共同基金，但是并不像共同基金只有在收市的时候定价那样，当开市之后，交易所交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易基金的交易点差在一天之中不停地变化。

与能够购买股票一样在证券交易市场购买交易所交易基金显然大有裨益。在交易所交易，会使投资者在共同基金上获得一些不错的额外好处：

● 在线经纪人对交易所交易基金收取的佣金比共同基金的低得多；

● 投资者可以做空交易所交易基金或者用保证金购买它们；

● 交易所交易基金没有最少份额要求。

下面是交易所交易最重要的益处：

● 许多交易所交易基金，一旦在交易所交易，就拥有了期权，投资者就可以买进或卖出标的交易所交易基金。

现在，你懂得了期权对于买进和对冲策略的重要性。期权是管理和对冲你想加入到投资组合内的标的证券的最有效的方法。拥有期权的交易所交易基金提供了交易灵活性，共同基金却没有相应的可供交易的期权。

尽管交易所交易基金的期权对于买进和对冲投资者来说，是一个关键的突破，但是交易所交易基金的发展确定了这本书中讲解到的策略。对于买进和对冲投资者来说，交易所交易基金给了他们几个其他的重要好处：

● 交易所交易基金提供了广阔的多元化，帮助买进和对冲投资者管理投资组合内的风险。在交易所交易基金内可以利用的指数变化区间从最广泛的指数一直到最狭义的分板块。然而，这些分板块交易所交易基金仍然在一篮子股票和资产里面呈现多元化。这些投资是充实第十二章“构建长期、多元化的投资组合”中提到的资产分配策略最好的选择。

● 交易所交易基金的交易成本低廉。成本永远都是能否产生正面长期收益的一个因素，因为交易所交易基金是建立于指数之上的，它们被认为是“被动的”投资。被动管理的基金，像交易所交易基金，实际上大多数都是由电脑控制的，并不是由穿着价值3000美元定制西服，坐在华尔街办公室里面拿着高薪的炒股高手管理的，这也使得这项基金为投资者准备了较低的成本框架。

● 通常情况下，交易所交易基金相比于共同基金更加地节税。当它们有大规模赎回要求时，共同基金不得不出售基金内的投资去满足这些赎回要求，因此也就为所有的共同基金持有者创建了应纳税项目。交易所交易基金就不存在这样的问题，因为是在交易所交易，它们总会拥有一位买进者和一位卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出者。

● 交易所交易基金覆盖范围扩大，涵盖了如此多的投资项目以至于买进和对冲投资者总是能够创建出定制的、适合于自己的投资组合，进而有效地管理风险。交易所交易基金包含了非常大牌著名的指数，像罗素（The Russell），道琼斯（Dow Jones），标准普尔（S&P）和纳斯达克（NASDAQ）。交易所交易基金现存在于资产类别的每一个分板块，并且也存在于更多的分板块中的分支板块。除此之外，许多可选择的交易所交易基金实际上提高了或者改变了指数和商品的风险，比如说像杠杆作用和逆向基金。每个月都会出现新的交易所交易基金，为投资者提供更多的方式去创造特殊定制的各种投资形式。

对于散户而言，在交易所交易基金领域，他们能够拥有的选择非常之多。并且这一领域还在不断增大。买进和对冲策略推荐在你的资产分配中，使用交易所交易基金充实股票类资产和债券类资产。我们在第十二章中已经带你领略过这样做的好处。

同时，交易所交易基金有助于让你跟着自己的内心直觉走（记得第十三章，“让你的内心直接指引自己”吗？）。在你的投资组合内，当需要作出单独而又独特的投资决定时，买进和对冲推荐你考虑一下板块和分板块交易所交易基金。如果你强烈地想要购买股票，问问自己你有这样的想法是不是因为板块和分板块将会增长。相比于个别股票，投资于板块/分板块的风险要小。个别股票承载了单个公司的风险，但是交易所交易基金通过分散投资在许多股票上而降低风险。

为你的投资组合找到合适的交易所交易基金

但是你怎样才能找到这些交易所交易基金呢？做比想更容易一些。互联网已经为散户们准备了场所，并且提供了大量关于交易所交易基金的研究和信息。

首先，比如说像网站Morningstar.com，smartmoney和CBS MarketWatch，它们都提供了免费的交易所交易基金筛选器，帮助投资者找到满足自己投资标准的交易所交易基金。投资者甚至可以投入一笔钱，购买更为高级的筛选器。我们使用的就是这些付费项目提供的工具，比如像高级的交易所交易基金筛选器。

其次，所有的在线经纪人都已经发布了免费的交易所交易基金信息网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数都包括筛选器，并且他们会提供交易所交易基金的投资信息。更不必说，这些网站可供非注册客户使用。为什么在线经纪人会向非客户投资者提供这些免费的工具和内容呢？此时此刻，交易所交易基金占在线经纪公司所有交易中的10%~20%，这个百分比在十年以前低于5%。这些投资产品的增长规模正是这些经纪人对其进行推销的动机所在。

再次，交易所交易基金发行者提供工具，并且在网站上发布关于他们基金族的信息。这些工具和内容通常是针对他们自己的基金族，但是很多时候，这些工具为其他交易所交易基金提供客观的比较。大多数的工具都可以在安硕（iShares）和标准普尔存托凭证（SPDR）这两个网站上找到。每一个交易所交易基金发行者也会提供关于在他们网站上出现的每一个基金的计划书。有时，在这些网站上，付费去研究这些基金是非常值得的。事实上，我们推荐你仔细阅读所购买的任何一种交易所交易基金的计划书。同时，我们还要特别推荐你阅读任意一种以下交易所交易基金的计划书：合适的板块、分板块，或者合适的指数或者总资产管理规模少于10亿美元的交易所交易基金。

规模最大、最受欢迎的交易所交易基金和交易所交易基金发行者

世界上最大的五个交易所交易基金发行者占据了美国发行的交易所交易基金总资产管理规模的91%。这五个发行者，从最大到最小的顺序排列，依次为：安硕公司（iShares），道富环球投资管理有限公司（State Street Global Advisors）（他们发行普尔预托证券），先锋（Vanguard），景顺投资集团（PowerShares）和普硕公司（ProShares）。我们见过这些公司的一些管理人员。它们是运行良好的公司，并且他们提供的交易所交易基金值得我们考虑。

普硕公司是这张表单中唯一提供杠杆作用和逆向交易所交易基金的发行者。如果你选择使用它的杠杆基金，事先一定要阅读它的计划书，以便更好地了解基金设计结构。杠杆基金是为短期交易者设计的，请记住这一点。

表23.1显示了25种最大的交易所交易基金和他们的总资产管理规模。这些资金拥有令人惊叹的流动性，并且他们中的很多提供交易所交易基金期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表23.1 截至2011年6月，以资产管理规模为标准，25种最大的交易所交易基金

交易所交易基金代号	交易所交易基金名称	晨星基金分类	资产管理规模（单位：百万美元）
SPY	普尔预托证券标准普尔500	大盘混合型	93574
GLD	普尔预托证券黄金股	商品贵重金属	58876
VWO	先锋公司MSCI新兴市场基金	多元化新兴市场	46808
EFA	安硕公司MSCI EAFE指数	对外大盘混合型	39647
EEM	安硕公司MSCI新兴市场指数	多元化新兴市场	38376
IVV	安硕公司标准普尔500指数	大盘混合型	26872
QQQ	景顺投资集团QQQ	大盘成长型	22569
TIP	安硕公司巴克莱银行TIPS债券	通胀保值证券	20369
VTI	先锋公司道达尔股票市场基金	大盘混合型	19151
IWM	安硕公司罗素2000指数	小型综合企业型基金	15834
LQD	安硕iBoxx $投资级公司债券	长期债券	13634
IWF	安硕公司罗素2000指数	大盘成长型	13274
EWZ	安硕公司MSCI巴西指数	拉丁美洲股票	12371
IWD	安硕公司罗素1000增长指数	大盘价值型	11591

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

交易所交易基金代号	交易所交易基金名称	晨星基金分类	资产管理规模（单位：百万美元）
AGG	安硕巴克莱银行总体债券指数	中期债券	11524
IJH	安硕标准普尔中型400指数	中型混合型	11120
SLV	安硕公司白银交易所交易基金	商品贵重金属	11081
MDY	普尔预托证券标准普尔中型400	中型混合型	10491
BND	先锋公司总债券市场基金	中期债券	10079
DIA	普尔预托证券道琼斯工业平均数	大盘价值型	9449
VNQ	先锋公司REIT交易所交易基金	房地产	9093
XLE	能源行业股票基金	债券动力	8694
HYG	安硕iBoxx $高收益公司	高收益债券	8686
CSJ	安硕巴克莱银行1—3年信用债券	短期债券	8189
SHY	安硕巴克莱银行1—3年国债	政府短期证券	8035

在你的对冲策略中使用板块交易所交易基金

你应该注意到列表中的25种最大的交易所交易基金具有一个共同特点：他们大部分都是广义交易所交易基金，其中最大的大盘交易所交易基金覆盖了最多的资产。指数策略依靠这些交易所交易基金，就像本书中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



讲到的资产分配策略依靠最大的交易所交易基金为投资组合提供多元化一样。

注意列表中的25种最大的交易所交易基金只有极少数的板块交易所交易基金，并且根本没有分板块交易所交易基金（尽管它包含一些商品交易所交易基金），但是板块和分板块交易所交易基金在这些顶尖基金族中提供的中型交易所交易基金中非常常见。特别是，安硕公司（iShares）和道富环球投资管理有限公司（State Street Global Advisors）提供许多板块交易所交易基金，同时提供了在这些基金中交易的期权。

板块交易所交易基金对于对冲来说，同样是非常有效的工具——特别是当交易所交易基金提供期权时。你可能找到了自己中意的一只股票，想要将其加入到自己的投资组合内，作为内心直觉引领的投资项目，但是股票并不会提供给你任何期权，帮助你创建保护性头寸。或者股票可能提供期权，但是期权的价格很有可能非常高或者递盘虚盘差价非常大，这些股票提供的期权价格非常高的原因是股票拥有非常高的隐含波动率。为股票创建对冲的成本随之升高。你知道买进和对冲的一条铁律：对每一项投资进行对冲。你要怎么做？你必须得对冲，但是对冲成本又实在太高！

创建更为节约成本的对冲的替代选择可能是对一项板块交易所交易基金使用期权。确定你的股票是板块的一部分，找到拥有期权，并且对其进行交易的板块交易所交易基金。你可以购买价外看跌期权为你的头寸创造一种“假象对冲”。当创造配对看跌期权时，你利用相同的技巧，只是使用不完全相关的看跌期权。板块交易所交易基金里面的看跌期权很有可能比在同样板块里面单个股票里的看跌期权成本要低。请记住，交易所交易基金在板块里面是多元化的，因此应该会比这个板块内的其他任何股票更加稳定，那么降低了的波动率会使期权的成本降低。

在前面的章节中，你已经学到了最好的对冲是为投资提供直接期权，这条规律仍然是遵循买进和对冲策略的关键。但是有时候，你可以考虑改变你的风险，并且通过使用拥有期权的板块交易所交易基金进行对冲。让我们来看看当你使用板块期权进行对冲时，你的风险预测发生了怎样的变化。

我们假设你对苹果公司（AAPL）非常感兴趣。这家公司在华尔街风头正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劲，但是从历史分析来看，它的股票波动率非常高。你在前面章节中已经学习到对冲的成本在很大程度上是由标的股票/交易所交易基金的波动率决定的，因此，为苹果公司股票建立对冲成本相当高。

2011年10月根据当前期权价格，苹果公司隐含波动率为31%。2011年9月拥有期权的科技板块交易所交易基金（代号XLK）的隐含波动率为22%（XLK当时并没有可利用的10月期权）。这个数据暗示相比于苹果公司，相同的下降趋势保护所需费用XLK，更加便宜。当然，这是因为交易所交易基金里面拥有多元化，风险更加低，因而波动率也会更加低。

假设从现在至2011年秋天这段时间，你想为苹果公司股票建立下降趋势保护为10%的对冲。现在是2011年5月。不要考虑为苹果公司买进看跌期权和配对看跌期权，你可以考虑为XLK买进价外看跌期权（科技板块交易所交易基金），下降趋势百分比大约为10%。当你使用XLK来建立保护时，记住这一点很重要：你要根据苹果公司相关价格调整你为XLK买进的看跌期权数量。在我们写这本书的时候，苹果公司的股票交易价格为340美元，XLK的交易价格大约为26美元，用苹果公司价格除以XLK的价格，得到的结果是13∶1。因此，对于你所拥有的每100份苹果公司股票来说，你需要对XLK购买13份看跌期权合约。（记住每份期权合约包含100股。）

既然你在XLK里面拥有了看跌期权保护（科技板块交易所交易基金），并且你拥有了苹果公司股票，你还能从这项投资，也就是这个对冲里面期待什么呢？风险预测已经改变，在投资组合中，你将会相应地感觉到苹果公司股价的直接波动。苹果公司没有直接对冲，然而，苹果公司股票属于一只科技股，它影响着更为广泛的科技群落。因此，苹果公司股票任何轻微的上下波动都可以在XLK中感觉得到，但这也只是可能。苹果公司的市场绩效可能比XLK的更好，也可能相比之下，XLK更好一些，更有可能两者的绩效旗鼓相当。总的来说，有三种结果：苹果公司绩效更好，XLK绩效更好，它们俩绩效相当。

最终，你希望苹果公司股票价格上升，它的市场绩效胜过XLK的绩效，但是总的来说这两只股票价格实际上都下降了，你是不会高兴的。然而，如果XLK看跌期权最终属于价内，你将会因为使用了板块交易所交易基金而感到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高兴。不仅仅是它更加便宜，而且相比于苹果公司看跌期权，它为你创造出了更多的价内价值。当然，反过来说也是正确的。如果苹果公司股票和XLK的价值都下降了，但是相比于苹果股票，XLK的表现略胜一筹，你不会高兴——你会双倍地不开心！你所拥有的XLK看跌期权可能没有苹果公司原始的看跌期权的价值高——更何况现在苹果公司股票也遭受了损失。然而，至少不幸中的一丝安慰是，你在看跌期权保护上面投入的资金比较少。

在苹果公司股票价值上涨的情况下，你并不会在意这只股票的市场绩效会比科技板块的市场绩效要好一些还是差一些。看跌期权毫无价值，并且苹果公司股票会升值。生活是美好的——并且幸运的是你花费了不多的钱购买了看跌期权保护。最终，当使用板块交易所交易基金为个别股票构建对冲时，投资者需要记住：对冲并不是十全十美的。对冲（看跌期权）的保护并不是和股票相关，而是和那个板块里面的一系列广义的、多元化的股票相关。这就导致了投资者会夸大某个问题对特定公司产生的影响。换句话说，个别公司风险仍存在于你的投资组合内，它并没有经过对冲。对于你的标的股票而言，使用板块交易所交易基金期权，而不是直接期权，产生的风险大小更容易让你接受，记住这一点。

交易所交易基金期权

我们不想做无用功，但是交易所交易基金世界的增长和期权市场的不断扩张真的是现在散户能够创建有效对冲投资组合的根本原因。十年前，对于散户来说，这是非常困难或者说是根本不可能的事情。

表23.1列出了100种顶尖的开放性交易所交易基金，并且指明了每一种里面是否有可利用的期权。我们仔细考察过每一种交易所交易基金，以确定市场有足够的交易量保证交易安全。请记住这是截至2011年7月的表格；当你们在阅读这本书的时候，这张表单某些地方可能已经改变。开放利率具有意义并且确定递盘虚盘差价不要太大是非常重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表23.1 按资产管理规模和有无可利用的期权分类的前100名交易所交易基金。

代码	基金名称	分类	净资产	可利用期权	持续未平仓合约
1	VTI	先锋总股票市场交易所交易基金	大盘混合型	167.88B	Y	N
2	VOO	先锋标准普尔500交易所交易基金	大盘混合型	108.03B	Y	N
3	SPY	普尔预托证券标准普尔500	大盘混合型	92.09B	Y	Y
4	BND	先锋总债券市场交易所交易基金	中期债券	90.55B	Y	N
5	VWO	先锋摩根士丹利新兴市场交易所交易基金	多元化新兴市场	64.55B	Y	Y
6	VXUS	先锋总英特尔股票交易所交易基金	对外大盘混合型	60.80B	N	N
7	GLD	普尔预托证券黄金指数	商品贵重金属	58.46B	Y	Y
8	EFA	安硕公司MSCI 远东指数	对外大盘混合型	39.40B	Y	Y
9	EEM	安硕公司MSCI新兴市场指数	多元化新兴市场	38.41B	Y	Y
10	VO	先锋中盘交易所交易基金	中盘混合型	29.40B	N	N
11	IVV	安硕公司标准普尔500指数	大盘混合型	27.61B	Y	Y
12	VB	先锋小盘交易所交易基金	小盘混合型	26.12B	N	N
13	QQQ	景顺投资集团QQQ	大盘成长型	22.84B	Y	Y
14	BSV	先锋短期债券交易所交易基金	短期债券	22.05B	N	N
15	VUG	先锋增长型交易所交易基金	大盘成长型	21.03B	Y	N
16	TIP	安硕公司巴克莱 TIPS债券	通胀保值证券	20.59B	Y	N
17	VNQ	先锋房地产投资信托公司交易所交易基金	房地产	20.27B	Y	N
18	VXF	先锋大范围市场交易所交易基金	中盘混合型	20.10B	N	N

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

代码	基金名称	分类	净资产	可利用期权	持续未平仓合约
19	IWM	安硕公司罗素2000指数	小盘综合企业型基金	16.22B	Y	Y
20	VTV	先锋价值交易所交易基金	大盘价值型	15.62B	Y	N
21	VRU	先锋富时指数公司环球（不含美国）交易所交易基金	对外大盘混合型	14.04B	Y	N
22	LQD	安硕公司iBoxx　$投资级公司债券	长期债券	13.70B	Y	Y
23	IWF	安硕公司罗素2000指数	大盘成长型	13.54B	Y	N
24	EWZ	安硕摩根士丹利　资本国际巴西指数	拉丁美洲股票	12.69B	Y	Y
25	SLV	安硕公司白银交易所交易基金	商品贵重金属	12.35B	Y	Y
26	BIV	先锋中期债券交易所交易基金	中期债券	12.05B	Y	N
27	AGG	安硕巴克莱银行总体债券	中期债券	11.85B	Y	N
28	IWD	安硕公司罗素1000价值指数	大盘价值型	11.64B	Y	N
29	IJH	安硕标准普尔中盘400指数	中盘混合型	11.48B	Y	Y
30	MDY	普尔预托证券标准普尔中盘400	中盘混合型	11.09B	Y	Y
31	DIA	普尔预托证券道琼斯工业平均数	大盘价值型	9.64B	Y	Y
32	VBK	先锋小盘增长型交易所交易基金	小盘增长型	9.20B	Y	N
33	XLE	能源行业股票基金	债券动力	9.01B	Y	Y
34	VEA	先锋摩根士丹利资本国际远东交易所交易基金	对外大盘混合型	8.94B	Y	N
35	VGK	先锋摩根士丹利资本国际欧洲交易所交易基金	欧洲股票	8.61B	Y	N
36	SHY	安硕公司巴克莱银行1—3年国债	政府短期证券	8.46B	Y	Y
37	HYG	安硕公司iBoxx　$高收益公司债券	高收益债券	8.33B	Y	Y
38	CSJ	安硕公司巴克莱1—3年信用债券	短期债券	8.29B	Y	N
39	VIG	先锋红利增值交易所交易基金	大盘混合型	8.28B	Y	N

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

代码	基金名称	分类	净资产	可利用期权	持续未平仓合约	
40	PFF	安硕标准普尔美国优先股票指数	混合板块	8.00B	Y	Y
41	XLK	技术选择板块普尔预托证券	科技	7.50B	Y	Y
42	XLF	金融选择板块普尔预托证券	金融	7.31B	Y	Y
43	VBR	先锋小盘价值交易所交易基金	小盘价值型	7.30B	Y	N
44	IJR	安硕公司标准普尔小盘600指数	小盘混合型	7.28B	Y	Y
45	EWJ	安硕摩根士丹利资本国际日本指数	日本股票	7.18B	Y	Y
46	IWR	安硕公司罗素中盘指数	中盘混合型	7.08B	Y	N
47	FXI	安硕公司富时中国25种指数基金	中国区域	7.03B	Y	Y
48	IAU	安硕公司黄金信托	商品贵重金属	6.98B	Y	Y
49	IWB	安硕公司罗素100种指数	大盘混合型	6.92B	Y	N
50	JNK	普尔预托证券巴克莱资金高收益债券	高收益债券	6.86B	Y	Y
51	GDX	市场板块大财源基金	证券贵重金属	6.84B	Y	Y
52	IVW	安硕公司标准普尔500中增长型指数	大盘增长型	6.51B	Y	N
53	DVY	安硕公司道琼斯选择股息指数	大盘价值型	6.43B	Y	Y
54	TBT	普硕超短20+年国库	交易反转债务	6.25B	Y	Y
55	DBC	景顺投资集团DB商品指数追踪	商品一篮子	6.03B	Y	Y
56	SDY	普尔预托证券标准普尔股息	大盘价值型	5.98B	Y	N
57	EWC	安硕摩根士丹利资本国际加拿大指数	对外大盘价值型	5.71B	Y	Y
58	MOO	市场向量农业商业交易所	交易基金自然资源	5.54B	Y	Y

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

代码	基金名称	分类	净资产	可利用期权	持续未平仓合约	
59	VV	先锋大盘交易所交易基金	大盘混合型	5.25B	Y	N
60	EWY	安硕摩根士丹利资本国际韩国指数	不包括日本的亚太指数	4.92B	Y	Y
61	XLU	实用性选择板块普尔预托证券	实用性	4.70B	Y	Y
62	IWN	安硕公司罗素2000种价值指数	小盘价值型	4.50B	Y	Y
63	IVE	安硕公司标准普尔500种价值指数	大盘价值型	4.47B	Y	N
64	VPL	摩根士丹利资本国际太平洋交易所交易基金	多元化太平洋/亚洲	4.34B	N	N
65	SHV	安硕公司巴克莱短期国库债券	政府短期证券	4.33B	N	N
66	XLV	医疗选择板块普尔预托证券	医疗	4.24B	Y	Y
67	IWO	安硕公司罗素2000增长指数	小盘增长型	4.17B	Y	Y
68	BLV	先锋长期债券指数交易所交易基金	长期债券	4.12B	N	N
69	XLP	主要消费选择板块普尔预托证券	主要消费	4.07B	Y	Y
70	XLI	工业选择板块普尔预托证券	工业	4.01B	Y	Y
71	EPP	安硕摩根士丹利资本国际不包括日本的亚太指数	不包括日本的亚太指数	3.97B	Y	N
72	EWG	安硕公司摩根士丹利资本德国指数	欧洲股票	3.80B	Y	Y
73	IYR	安硕公司道琼斯美国房地产	房地产	3.72B	Y	Y
74	EWT	安硕摩根士丹利资本国际台湾指数	中国地区	3.45B	Y	Y
75	CIU	安硕公司巴克莱中级贷记债券	中期债券	3.45B	Y	N
76	IEF	安硕公司巴克莱7-10年国债券	政府长期证券	3.43B	N	Y

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

代码	基金名称	分类	净资产	可利用期权	持续未平仓合约	
77	IWP	安硕公司罗素中盘增长型指数	中盘增长型	3.42B	Y	N
78	IWV	安硕公司罗素3000指数	大盘混合型	3.38B	Y	N
79	IJK	安硕标准普尔中盘400增长型指数	中盘增长型	3.27B	Y	N
80	RSP	莱德标准普尔持股观望	大盘混合型	3.26B	Y	N
81	EWA	安硕摩根士丹利资本国际澳大利亚指数	不包括日本的亚太指数	3.24B	Y	Y
82	DIP	安路道琼斯瑞银商品指数TR ETN	商品一篮子	3.21B	Y	N
83	IWS	安硕公司罗素中盘价值指数	中盘价值型	3.15B	Y	N
84	DBA	普硕DB农业	商品农业	3.10B	Y	Y
85	RSX	市场向量俄罗斯交易所交易基金	欧洲股票	3.10B	Y	Y
86	OEF	安硕公司标准普尔100指数	大盘混合型	2.94B	Y	N
87	EMB	安硕日本摩根美元新兴市场债券	兴新市场债券	2.93B	N	N
88	OIH	石油服务控股证券	证券能源	2.92B	Y	Y
89	TLT	安硕公司巴克莱20+年国债	政府长期证券	2.88B	Y	Y
90	MBB	安硕巴克莱MBS债券	中期债券	2.83B	Y	Y
91	XLY	谨慎消费者选择板块普尔预托证券	谨慎消费	2.75B	Y	Y
92	XLB	材料选择板块普尔预托证券	自然资源	2.67B	Y	Y
93	AMJ	日本摩根爱励MLP指数ETN	证券能源	2.67B	Y	
94	ICF	安硕公司科恩斯提尔房地产	房地产	2.65B	Y	N
95	VOT	先锋中盘增长型交易所交易基金	中盘增长型	2.44B	N	N
96	ILF	安硕标准普尔拉丁美40指数	拉丁美洲股票	2.31B	Y	N

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

代码	基金名称	分类	净资产	可利用期权	持续未平仓合约
97	IJJ	安硕公司标准普尔中盘400价值指数	中盘价值型	2.29B	Y	N
98	RWX	普尔预托证券道琼斯英特尔房地产	全球房地产	2.28B	N	N
99	VDE	先锋能源交易所交易基金	证券能源	2.21B	Y	N
100	IGE	安硕公司标准普尔南美自然资源	自然资源	2.19B	Y	N

作为另一种选择的指数期权

指数期权做为一种十分有趣的投资，已经存在相当长的一段时间，在最近的十年中，指数期权与期权数量同步上涨，使用者也越来越多。指数期权就像它的名字那样：它是基于标的指数、可以被投资者买进和卖出的一种期权。这些产品就像股票/交易所交易基金的期权一样，包括看涨期权和看跌期权；它们可以属于价内期权，平价期权或者价外期权。它们具有外在价值和内在价值。最大的不同是它们的价值来源于指数，并不是标的证券。这就导致了这种期权的交易方式就像欧式期权，欧式期权是指买入期权的一方必须在期权到期日当天才能使用的期权，它的到期日是该月第三个周六的前一天，即周五。这意味着欧式期权在该周的周五前一天，即周四那一天就停止交易。指数期权根据第二天的开盘价格确定，即周五早上的开盘价格。

指数期权，当它们到期时，通常会以现金的形式呈现出来。请记住：这里并不涉及标的股票。指数期权的价值仅仅从指数中派生而来。如果到期的时候，它属于价内期权，那就只拥有内在价值，指数期权的总价值等于它的内在价值。如果你购买了期权，到行权期截止那一天，不管价值多少，你都要卖掉它。如果你做空一项期权，到行权期截止那一天，不管价值多少，你都要买回它。在这其中任意一种情况下，你的收益或者损失就是你购买它的价格和你卖掉它的价格这两者的差值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第二十八章中，我们将详细解释指数期权在税金方面所具有的优势。指数期权在美国以条款1256进行处理，因此所有的收益或者损失的税金征收都按以下比率：60%的收益按照你的长期资本收益比率进行征收，剩余的40%按照你的短期资本收益比率进行征收。

表23.2显示了投资者可以利用的一些最受欢迎的指数期权，它不是一张完整的目录清单，但是能让你入门。为了确定这张表中列出的任何一种指数期权的特殊税收待遇，你可以咨询税务顾问或者经纪人。

表23.2　指数期权列表

指数	交易所代码	交易所	交易所
芝加哥期权交易所交换指数	EXQ	芝加哥期权交易所	窄基
道琼斯工业平均指数(1/100th)	DJX	芝加哥期权交易所	广基
道琼斯工业平均指数巨型(1/10 th)	DXL	芝加哥期权交易所	广基
伊势250指数	IXZ	伊势交易所	广基
伊势生化制药指数	RND	伊势交易所	广基
伊势电子交易指数	DMA	伊势交易所	广基
伊势绿色能源指数	POW	伊势交易所	广基
伊势房屋建筑公司指数	RUF	伊势交易所	窄基
伊势国土安全指数	HSX	伊势交易所	窄基
伊势综合油气指数	PMP	伊势交易所	窄基
伊势长金指数	HVY	伊势交易所	广基
伊势纳米技术指数	TNY	伊势交易所	广基
伊势油气服务指数	OOG	伊势交易所	广基
伊势-里维尔天然气指数	FUM	伊势交易所	广基
伊势-里维尔沃尔玛供应商指数	WMX	伊势交易所	广基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

指数	交易所代码	交易所	交易所
伊势半导体指数	BYT	伊势交易所	窄基
伊势罪恶指数	SIN	伊势交易所	广基
伊势美国区域性银行指数	JLO	伊势交易所	窄基
伊势水利指数	HHO	伊势交易所	广基
美国银行股指数	BKX	伊势交易所	广基
摩根士丹利循环指数	CYC	美国证券交易所	广基
摩根士丹利零售股指数	MVR	芝加哥期权交易所	广基
摩根士丹利科技股指数	MSH	美国证券交易所	广基
纳斯达克–100指数	NDX	芝加哥期权交易所	广基
纳斯达克–100迷你指数（1/10）	MNX	芝加哥期权交易所	广基
纽约证交所方舟航空指数	XAL	美国证券交易所	窄基
纽约证交所生物科技指数	BTK	美国证券交易所	广基
纽交所迷你生物科技指数（1/20）	BJE	美国证券交易所	广基
纽约证交所天然气指数	XNG	美国证券交易所	广基
纽约证交所石油指数	XOI	美国证券交易所	广基
纽约证交所迷你石油指数（1/20）	BZJ	美国证券交易所	广基
费城证券交易所黄金和白银板块	XAU	费城证券交易所	窄基
费城证券交易所房屋板块	HGX	费城证券交易所	广基
费城证券交易所石油服务板块	OSX	费城证券交易所	广基
费城证券交易所半导体板块	SOX	费城证券交易所	广基
费城证券交易所实用性板块	UTY	费城证券交易所	广基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

指数	交易所代码	交易所	交易所
罗素1000指数	RUI	芝加哥期权交易所	广基
罗素2000指数	RUT	芝加哥期权交易所	广基
标准普尔100指数	OEX	芝加哥期权交易所	广基
标准普尔500指数	SPX	芝加哥期权交易所	广基
标准普尔500迷你指数	XSP	芝加哥期权交易所	广基
标准普尔中型400指数	MID	美国证券交易所	广基
标准普尔小型600指数	SML	芝加哥期权交易所	广基

章节重点

- 交易所交易基金是创建多元化和满足你资产类别分配需要的核心产品。
- 有时，投资者应该考虑将交易所交易基金与他想要在投资组合中增加权重的板块相联系（即让其内心直觉指引自己）。
- 拥有期权的交易所交易基金是最有效的工具，因为期权提供了自然的对冲选择。
- 有时，投资者可以使用板块交易所交易基金的期权去创造一种“假象对冲”，来抵消这个板块内的股票风险，但是这种方法并不享有相同股票期权所具有的完美相关性。
- 指数期权在创建时，可以说是非常有效的工具——特别是在拥有特殊的税收待遇的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十四章



投资组合看跌期权

“在影响我一生的事情即将发生之时，我不会坐以待毙。我要表明自己的立场，我要捍卫它。不管对错，我都要捍卫它。”

——卡梅隆·弗莱。

选自1986年的电影《春天不是读书天》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡梅隆·弗莱很可能成为一名伟大的投资者，他肯定了解与弗里斯·巴勒做朋友的风险/好处。对抗影响你的事情是你进行对冲的全部原因，就像你在这一章中将会读到的，投资组合层面的看跌期权将会为你的组合提供适用于各种层面的保护。

到目前为止我们讨论的对冲策略（配对看跌期权，利率上下限期权和深值价内看涨期权）全部都是定义投资组合内风险和限制它的波动率的有效方法。当然，所有这些策略都存在着或多或少的缺点。

第一个不足之处是多重投资意味着需要管理多重对冲。尽管对于大多数人来说，这并不是一个挑战，但是它会变得冗长乏味，并且消耗太多时间，而且不要忘记在进行所有这些交易时你向经纪人支付那些佣金。

另一个不足之处是你可能被限制在只能投资存在期权交易股票的境遇之中，通常情况下，这并不是一个问题，因为几乎每一种大盘股或者中盘股不管交易量大小都会有期权。但是像共同基金这一类的资产并没有可利用的直接期权，这就导致了因为没有直接对冲而不能进行交易的情况。别担心，解决方法并不是很复杂。你可以为整个的投资组合创建对冲，我们推荐你使用大盘交易所交易基金或者指数去为你投资组合内的所有投资创建对冲。

这直接就和第10章中讲到的铁律1“为每一项投资进行对冲”的推论联系在了一起，这项推论是：为每一项投资进行对冲的替代选择是建立投资组合对冲。

这和前面章节中讲到的方法类似：在前面章节中，我们推荐使用板块交易所交易基金去对冲相同板块内的股票。在这种情况下，不同点在于你需要找到和整个股票组合相匹配的交易所交易基金或者指数。

这章概述了一种简单方法，重新运用你所学到的知识，去创造投资组合层面的对冲。这意味着去对冲投资的集合体，我们称之为看跌期权组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合看跌期权的定义

看跌期权组合是指在发生大盘修正时，一位投资者买进指数或者看跌板块交易所交易基金去创造下降趋势保护。换句话说，当市场行情不利时，看跌期权组合和价值反而升高——有希望能够对等地抵消你的投资组合损失（或者多少弥补损失）。这个种类的对冲能够覆盖到整个投资组合的价值或者覆盖到没有进行过对冲的那一部分。对冲只是一种指数上面的买入看跌期权，这些买入看跌期权并没有和特定头寸配对，但是当大盘市场行情下降到一个程度时，它们会发挥效用，进行对冲。你可以把这条策略看成是保护伞式保单。

我们来举一个例子，假设你有一组大盘股股票构成的未进行对冲的投资组合，总价值为250000美元。在任何特定时间内，你不想让遭受的损失超过总额的10%（25000美元），你可以在标准普尔500指数期权内买进看跌期权（代号：SPX），为它提供保护。因为你已经下定决心不能损失多于10%的资金，你要寻找执行价格低于指数当前市场价格约10%的看跌期权。我们倾向于最先考虑SPX，因为美国500强公司会有多种不同的表现形式，并且涉及许多板块，比如像金融，能源，工业，科技，消费产业，零售和国防。这个指数相对于你所选择的混合型股票来说，可能波动率更小，但是它仍然为低迷的市场行情提供了相同的下降趋势保护。

这时会遇到两个问题：你需要多少份合约？为了保护价值为250000美元的投资组合，你应该选择什么样的执行价格？在我们写这本书的时候，SPX的定价为1300美元左右。就像其他大多数的期权一样，SPX的乘数为100，这意味着一份合约控制着100倍于执行价格的市场价值。如果你买进了执行价格为1300美元的看跌期权，你将控制130000美元的市场价值。期权用作股票时，也是同样的方式，但是SPX属于指数期权。指数期权是现金结算的，这意味着并没有任何可以交易的股票，只存在期权的数学价值。换句话说，提取SPX的股权是不可能的，但是用现金结算的期权根据的是行权期内的内在价值。通常，这表示拥有股票这一步骤被略过了，当期权属于价内期权时，货币价值只是转了个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



手，这将会在下一章中进行讲解。

就像配对看跌期权策略一样，为了这一类保护，平价看跌期权的代价太大。但是你到底怎样确定执行价格？你已经决定遭受的损失不能超过总额的10%，或者说25000美元，因此，把SPX的当前市场价格调低10%意味着你应该考虑执行价格为1175美元的看跌期权，这个执行价格1175美元将会提供117,500的市场价值（100倍的执行价格）。考虑到你所需要的是225000美元（250000美元-25000美元），你应该买进两组投资组合来创造足够的价值235000美元。

我们要告诉你的是，应该从投资组合金额的角度去思考问题，而不是从股份的角度去思考问题，这并不是一个很难理解的概念，但是忽略它，会使你的计算混乱不清。

通常情况下，期权费价格标签会随着看跌期权而来。卖方选择执行价格为1175美元，行权期还剩六个月的期权成本是25美元。算上这两份合约的乘数，那么总成本为5000美元（2×100×25）。

注意到这一点同样重要：完美的投资组合对冲是难以达到的，你应该对自己在最糟糕的情况下还能保住90%的价值感到满足。用于创造对冲的媒介物与投资组合完全相关是不可能的。比如，在看到不理想的收益报表之后，你发现其中的一项投资遭受重大损失，然而市场的其余部分则保持着良好的势头。在那种情况下，SPX不会提供太多的保护。你需要依赖投资多元化提供一些风险保护。有一种替代选择，你可以用一项投资掩护另一项投资的方式创造专门的对冲，就像我们在本书中推荐的那样。

当你创造投资组合对冲时，经过对冲而没有消失的风险是单个股票风险。有时候，它也被称为单个公司风险。然而，当所有的股票都处于下跌趋势时，如果你去看看时间，比如说2008年10月到12月这一段时间，你就会发现SPX可能会是一种有效的对冲。

在前面章节中讲到的一种形式的成本百分比，在和这项策略联合使用时是具有指导意义的。这并不令人称奇，因为方法是如此之相似。但是因为在你的账户中已经拥有了资产，你只是增加一种看跌期权来创造对冲。方程的变化微乎其微。看跌期权组合成本百分比的计算方法是：看跌期权成本除以看跌期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权成本和你进行对冲组合的总价值这两者之和。举个例子，方程应该是成本百分比=＄5000/（＄5000+＄225000）=2.2%。

这项策略看起来太过简单。买进两组看跌期权组合就能保护价值250000的投资组合？但的确就是这么简单。每六个月，只用支付2%的资金投入，你就能创建下跌趋势保护，将投资组合内的损失控制在10%以下。在最近的金融危机中，仅仅这一项简单的策略就可以挽回，至少是数十亿甚至是数万亿，出现在单个投资组合中的损失。

就像所有的期权多头一样，为了避免接近行权期时的时间衰减加速，投资者应该选择六个月以上的行权期。现在，你在这个概念上应该已经驾轻就熟了。

如果你投资组合中的一部分已经通过配对看跌期权，或者利率上下限期权，或者深值价内看涨期权对冲过了，该怎么办？你不必用看跌期权组合再次对冲这些投资。事实上，你应该避免过度对冲，因为这会很快把一系列看涨投资变为看跌偏好。在这种情况下，你只需要整理出还有哪部分资金没有进行对冲保护而正处于危险之中。

让我们返回去看看在前面章节中讲到的250000美元的例子。假设你拥有我们最喜欢的一种股票的头寸：百度公司，共400股。当前的价格在145美元左右，这意味着你的整个投资为58000美元。这是一只不稳定的科技股，需要用对冲来规避单个股票风险。那么整个投资组合的广基投资价值即为192500美元，你想要继续保护这10%（即19250美元）的下跌趋势，因此，你再一次寻找执行价为1175美元的看跌期权来保护价值为173250美元（19250美元–1，925美元）的市场风险。一份1175美元的看跌期权合约能保护117500美元（不够），两份能保护234000美元（太多）。这看起来似乎左右为难，你不能选择1.5份的合约。如果你考虑降低执行价格，你会拥有太多的下降趋势风险。怎么办呢？当然是选择不同的指数或者带期权的交易所交易基金。

你可以决定去使用标准普尔500交易所交易基金（SPY）或者OEX（它属于标准普尔100指数）。SPY的交易价格大约是SPX指数的1/10，OEX的交易价格大约为SPX的一半，为590美元。尽管它比SPY的流动性稍微差一点点，但是有时，你可能更倾向于OEX。你并不需要太多的合约，并且可以节约佣金，更不必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





说优惠税收待遇。用OEX紧盯你的交易价格，因为其递盘虚盘差价比SPY期权价格更宽一些。

如果你决定使用SPY作为对冲工具，数字看起来会差不多。你仍然需要为价值为173250美元的投资组合建立对冲。你想要选择的执行价格是在130美元SPY降价10%时的价格，即117美元。因为乘数为100，每一份执行价格为117美元的合约就相当于价值11700美元的SPY下跌。173250美元/11700美元=大约15份合约，每份合约的价格为2.50美元，因此总成本为3750美元（15×$2.50×100）。

如果你想要使用OEX，相同的步骤同样适用。OEX的交易价格为590美元，10%的下降使得执行价格变为530美元。因此，每份合约相当于为53000美元的市场价值提供保护。那么经过计算，合约数为3份（173250美元/53000美元）。当前情况下，执行价格为530美元，行权期为6个月的期权成本13美元，意味着你的对冲总成本为3900美元（3×$13×100）。

以下是实施看跌期权组合策略的基本步骤：

1.确定没有对冲过的投资组合的金额。

2.确定你愿意付出的作为风险成本的百分比。对于多元化投资组合，我们推荐这个百分比在8%~10%之间。

3.确定合适的对冲工具，确定它是指数还是能够准确反映投资组合投资的交易所交易基金。

4.风险成本百分比决定了保护性看跌期权组合的执行价格。每一个看跌期权组合能够保护的金额等于执行价格乘以乘数。

5.选择的行权期时长在六个月以上。

6.合约数量的确定方法是：对冲的总金额除以每一看跌期权组合保护的金额。

7.对冲成本的计算方法是：看跌期权组合的成本除以看跌期权组合的成本和对冲总金额这两者之和。如果这个百分比太高，考虑一下降低执行价格或者选择波动率较低的指数或者交易所交易基金，这种成本每年应该控制在5%到8%之间。

作为这项策略的结束语，你可以随心所欲地选择更能准确反映特定投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合多元化的指数或者交易所交易基金。如果你的投资组合内科技股占了大多数，考虑一下NDX指数（纳斯达克 100）或者QQQ的交易所交易基金（纳斯达克 100）。也可以考虑一下对冲指数的税金情况，指数期权享有税收优惠，因为它们符合第1256条合约。

章节重点

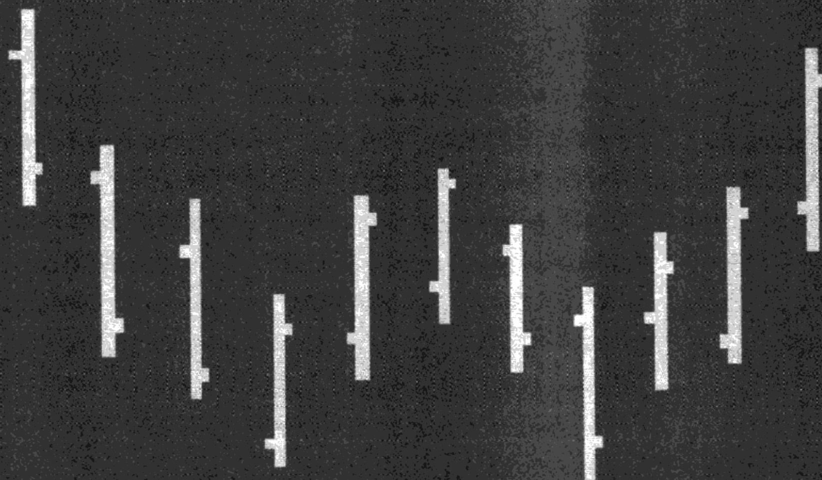
- 投资组合对冲可以作为头寸对头寸的单独对冲的替代方法，为整体投资组合提供伞式防护。
- 通过购买控制市场价值等于被保护金额的指数期权的方式，看跌期权组合可以用于保护特定数量的金额。
- 看跌期权组合策略的实施有7个基本步骤。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分

高级期权策略



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恭喜，你已经读完了买进和对冲方法论的基本知识。你已经学习了恒定规律，五大铁律，期权的基础知识，交易所交易基金以及基本的对冲技术，这些都有助于你有效的进行对冲，完全理解需要假以时日。第五部分为想要深入学习的读者提供了更多的信息。因此，在你开始学习这章内容之前，确保你已经清楚明白第一部分到第四部分中讲解的知识，它们是下面高级策略的基础。

在这一部分中，你将会学习到垂直套利和对角套利，这两种策略将单一期权的概念进一步深化。你也会学习到如何管理闲置资金的有用方法。本书将以当你进行对冲时，怎样有效避税的内容结束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十五章



垂直套利

哈利·伯恩斯："世界上的女人可以分成两种类型：难养活的和好养活的。"

莎莉·奥尔布赖特："我属于哪一种？"

哈利·伯恩斯："你属于最糟的一种。你是难养活的，但是你却自以为是好养活的。"

——选自1989年电影《当哈利遇上莎莉》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价差已经被无数次重复讨论过了，投资者需要小心谨慎，确保他们正在使用合适的期权组合来满足他们不同的风险偏好。正如引言中哈利对莎莉所说的那样，人们很容易犯下没有自知之明的错误。对于价差来说，你需要明确自己拥有的投资和面临的风险，但是不要让这些警告把你吓跑。价差是到目前为止我们最喜欢的一种对冲方法。

既然你已经熟知了期权的一些基本概念，那么现在该是讨论怎样有机结合这些期权来创造对冲投资的时候了。价差是各种类型期权的集合体（通常两种期权，有时候更多），它为股票、交易所交易基金或者指数创造特定看涨或者看跌期权，就像它的名字暗含的意思一样，期权之间存在某种"区别"，即被称为价差，这种价差同样适用于执行价格，行权期。

拥有着相同行权期时长但是不同执行价格的价差被称为垂直套利或者垂直式；拥有相同执行价格但是不同行权期时长的价差被称为日历套利或者日历式；拥有不同执行价格和不同行权期时长的价差被称为对角套利或者对角式；拥有不同数量合约的价差被称为比率套利。

价差，就像单一期权，创造出了一种净借记或者净贷记，就像单一期权一样，可能是看涨也可能是看跌。净现金流出使得你的成本增加，而信用价差会给你带来收益。价差可以通过看跌期权、看涨期权或者两种期权同时表现，它们可能属于价内或者价外或者处于当前市场价格的上下。这将变得很清楚：相比我们想要去推荐的，结合两种拥有多种变数的期权会创造出更多的组合形式。在这本书中，我们的目的主要是讨论垂直套利的不同方面，并在其中穿插一些关于对角套利的知识。

垂直套利属于双面期权，即合约到期日和合约数量相同而执行价格不同的期权。卖出一个期权，同时买进一个期权，当两项交易为投资者创造了净成本时，净现金流出就产生了。这与买进单一期权类似：它们在投资者的账户上创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造了借记以此来进行交易。对于信用价差，反过来说也是正确的：它们在投资者的账户上创造了净贷记，就像卖出期权一样，它们使得投资者账户金额增加。

利用价差，你可以创造任何一种投资偏好，就像我们在本书中讲到的其他策略一样。净现金流出和期权多头拥有的偏好一样，换句话说，看涨净现金流出就像买入看涨期权一样，因此这项投资被看成是将会上涨的。看跌净现金流出就像买入看跌期权一样，所以它被认为是将会下跌的投资。这一点和信用价差一样。看涨信用价差和卖出看涨期权拥有类似的偏好。垂直套利通常作为它们的现金影响或者它们的偏好，但是这两者意思相同。

牛市看涨期权套利就和看涨净现金流出一样。

熊市看涨期权套利就和看涨信用价差一样。

牛市看跌期权套利就和看跌信用价差一样。

熊市看跌期权套利就和看跌净现金流出一样。

交易者可能会交替使用这些术语，因此，这有助于学习命名方法和了解每个术语的来历。

尽管价差的执行价格不停变化，但是多头和空头之间的关系是保持不变的，相比于其他来说，多头或者空头将永远停留在一个较高的价位以创造借记或者贷记，你不可能拥有能够创造出借记的贷记期权，反之亦然。

看涨净现金流出总是包含一个买入看涨期权，它的执行价格比卖出看涨期权的更低。

看涨信用价差包含一个卖出看涨期权，它的执行价格比买入看涨期权的更低。

看跌净现金流出总是包含一个买入看跌期权，它的执行价格比卖出看跌期权的更高。

看跌信用价差包含一个卖出看跌期权，它的执行价格比买入看跌期权的更高。

当你进行一项交易时，如果这些动态因素看起来失衡了的话，检查你的数学计算，你的投资偏好和你选择的执行价格，因为肯定是哪有问题，如果期权价格真的创造出了错误的现金影响，那么赶紧避开，因为本来就不该是这样。执行这样的交易存在很大风险，敢于这样交易的人通常是比你更为老道精明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的投资者。

当创建单一头寸的偏好和创建多面头寸的偏好相同时，为什么任何一位投资者都会想方设法创建多面呢？答案是要么它能使这场交易的花费在投资者能够承受的范围之内要么就是可以降低风险。在这四个垂直套利的例子里面，价差创造了自然对冲并且确定了投资的风险。

净现金流出通常被用于支付或者补贴原始期权多头投资的成本。信用价差通过创造潜在损失的下限，来遏制投资的下降趋势。

让我们来看一个牛市看涨期权套利的例子，利用高盛集团（Goldman Sachs Group）作为标的股票。当我们正在写这本书的时候，高盛集团股票的市价为每股150美元，就像你在第二十二章“股票替代策略”中学到的，你可以通过购买一只价内的看涨期权进而拥有这家公司股票的上涨时的获利机会，而不用每股支付150美元。除此之外，价内看涨期权遏制了可能遇到的下跌趋势并且为你的投资限定了最大损失，金额等于期权的购买成本。

遵循了深值价内看涨期权的规则，你以21美元成本创建多头：一份高盛公司看涨期权，执行价为135美元，行权期至2012年1月。这是我们计算出来的百分比：

- 风险资本（CaR）为2100美元。
- 收支平衡百分比（BEP）为4.0%。
- 下降趋势百分比（DP）为10%。

当高盛股票（GS）增长4%，使得收支平衡水平超过156美元时，这项投资会让投资者得到所有潜在上涨趋势。我们来回顾一下，收支平衡的计算方法是：期权费的时间价值除以股票价格，在这种情况下，它的内在价值为15美元（150美元–135美元），并且总价值为21美元。因此，你就能计算出时间价值为6美元。6美元加上150美元为156美元，这就是收支平衡价格了。图25.1就是GS 135买入看涨期权的风险图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

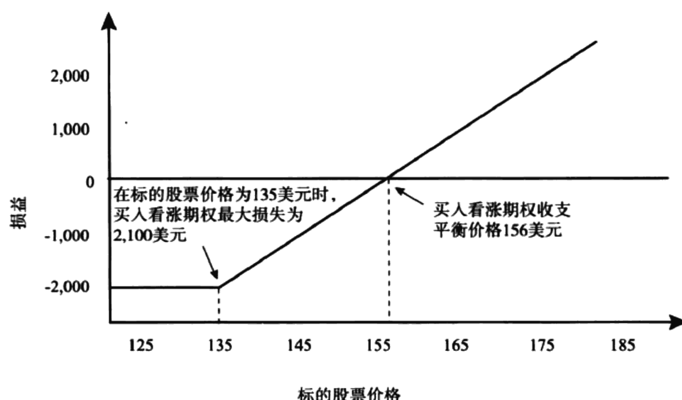


图25.1 GS 135买入看涨期权

我们假设，除了这个价内期权多头，你还拥有另外一只看涨期权空头。你以7美元的价格出售这只看涨期权（它的详细信息为1 GS JAN12 160 call）。你现在创造的价差为25美元，你买空执行价格为135的看涨期权，并且做空执行价格为160的看涨期权，这就是这个价差的风险图。通过出售这只看涨期权，你以160美元每股的价格出售了高盛公司处于上涨趋势的股票。图25.2是GS 135/160牛市看涨期权套利的风险图。

这里，需要注意的第一件事是，损失降低了700美元，达到了1400美元的水平，并且上限保持在135美元。卖出这份额外的看涨期权，并没有额外的风险产生。事实上，你已经降低了风险，考虑到卖出看涨期权并没有潜在损失的上限点，这种情况怎么可能发生呢？答案就隐藏在价差第二张风险图的观察报告中：这两个看涨期权串联着发挥作用，去调整整个投资的风险。通过放弃买入看涨期权的潜在无上限收益，你抵消了卖出看涨期权的无上限损失，它们相互抵消了。这就是为什么160美元的水平之后，投资者再不会获取任何收益。如果股票价格飞涨至300美元，投资者的收益仍然一样，就像股票价格刚刚达到160美元一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

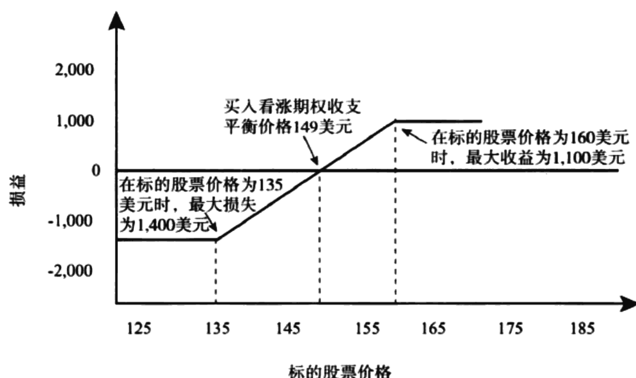


图25.2 GS 135/160牛市看涨期权套利

在股市中，任何事情都有一定的代价。在本例中，降低最大损失和降低成本是以放弃无上限收益为代价的。通常，你可以接受这些，因为大多数投资都不会经历无上限收益。最大收益是每股11美元。当高盛公司股票交易价格在149美元和160美元之间时，收益就出现了。另外一种看待它的方式是最大收益是价差的执行价格和支出成本这两者的差值。在这个例子里面，它的值就是25美元–14美元。这两种方法中的任何一种方法都是合理的计算潜在收益的方法。

对于价差来说最关键的是第三点：因为你已经降低了最大损失，同时你就降低了收益平衡点。就买入看涨期权而言，它本身就具有6美元的时间价值。当你出售执行价格为160美元的价外看涨期权时，你就已经通过卖出7美元的时间价值而抵消了成本，你的净收益为–1美元，并且现在你的收支平衡点低于当前市场价格150美元1美元。用另外一种方式表述，如果高盛公司的股票以150美元的价格收市，那么到行权期截止日2012年1月那一天，投资者从这项投资中获得的收益为1美元。

第四点值得注意的是你并没有改变控制的股票数量：每一份合约100股。价差包括：买入看涨期权的权利和出售卖出看涨期权的义务。当然，这都取决于在你知道上述情况是否发生之前，股票交易价格是多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果高盛公司股票交易价格在相对较低的执行价格135美元以下，那么这两个期权都属于价外，价差就会变得毫无意义。没有权利卖出或者权利行使的发生，你将会遭受最大损失。

如果高盛公司股票进行交易的执行价格在135美元到160美元之间，买入看涨期权就位于价内，它就具有了价值，但是卖出看涨期权属于价外，不存在价值。在行权期内，这两份期权都将被移出账户，高盛公司100只价值为135美元的股票将会加入到你的投资组合中。投资者通常会在行权期截止之前抛售掉价差，这样做是为了避免经纪人的自动行使权利。许多投资者/交易者并不愿意去支付股票成本13500美元，然而，如果你是自动行使权利，第二天的交易日，你将能拥有在开放市场上出售股票的权利。这条规律的特例是指数，对于指数期权，行使权利就是一种现金交易。预付现金并不是必须的，仅仅是净收益或者净亏损会被罗列出来。

如果高盛公司股票的交易价格在160美元以上，两项期权都属于价内，都拥有价值。买入看涨期权是有利可图的，但是卖出看涨期权会带来一定损失。对于160美元，每往上增长1美元，看涨期权都会对等地增长，但是这两个动态因素收益和亏损相互抵消，因为它们在同样数量的股票上面，价值对等地朝着相反方向变化。在行权期内，期权被移出。100股每股价值为135美元的股票被从买入看涨期权中转移到自己的账户中，然后立刻从账户中卖出，因为卖出看涨期权的价格为160美元。当价差建立起来时，成本为14美元，但是你获得了每股25美元的收益，这样算出来，净利润即为11美元。

就像所有的期权一样，垂直套利在杠杆方面，给投资者带来好处。你可能回想起来了：当你买进看涨期权，建立头寸需要的所有钱全部从账户的购买力中借记而来，这就像买进股票，你账户中的现金减少了，但是多头的价值上升了。对于垂直套利来说，潜在最大损失同样受到现金的限制，这意味着购买力因为价差交易的潜在最大损失而降低了。每一位经纪人对其的处理方式都不同，但是当投资建立起来时，投资者应该期盼交易的维护性扣缴能够被反映出来。

在高盛公司的例子里面，对于25美元的价差来说，最大损失为14美元，这意味着1400美元来源于账户的期权购买力。如果从投资中得到的最大收益为11美元，那么最大收益百分比即为$11/$14，或者说78%，最大损失停留在14美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元，或者说100%。

我们在前面已经说过，价差是我们最喜欢的策略，可能听起来有些奇怪，但当建立一项投资时，价差是最有乐趣的事情。正因为如此，许多动态因素都与价差交易有关，很难去确定一个能够方方面面都包含到的特定诀窍。剩下的章节详细地解释了这些内容：每一种价差类型的使用和交易细节。

牛市看涨期权套利

你刚刚就已经学到了，牛市看涨期权套利是指买进一个执行价格较低的看涨期权，同时卖出一个到期日相同、但执行价格较高的看涨期权。牛市看涨期权套利，就如同它的名字暗示的那样，用于看涨或者看涨/中性偏好。

当两个期权都属于价内时，牛市看涨期权套利拥有的两个期权的执行价格都在当前市场价格以下，我们认为这个策略看涨/中性。对于所有的牛市看涨期权套利来说，当标的股票价格高于卖出看涨期权的最高执行价格时，最大收益就出现了。在这种情况下，最高执行价格已经低于当前的市场价格了。因此，如果市场价格停留在原地，上升，或者稍微下降一点点，价内牛市看涨期权套利就有利可图了。当标的股票的市场价格降到了收支平衡点以下，损失就会出现；如果价格继续下降，一直下降到最低执行价格以下，那么最大损失就出现了。通常，这类投资成功的可能性更高，但是为了换取这个成功更高的可能性，许多潜在上涨趋势会出现回弹的情况。如同华尔街的所有事物一样，总是此消彼长。

比如说，如果通用动力公司（GD）的股票交易价格为75美元，牛市看涨期权套利的例子看起来可能就是这样了：

- 1 多头 GD JAN12 65 call $11.75
- 1 空头 GD JAN12 70 call $8.15
- 净借记/最大损失为$3.60
- 最大收益为$1.40

图25.3是它的风险图，对通用动力公司的当前市场价值添加了批注，解释了这两个期权是怎样成为价内的，这个执行价为65/70美元的牛市看涨期权套利的收支平衡价格为68.60美元。它的计算方法是：最大损失加上较低的执行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格——65美元+3.60美元。高于这个水平的任何价位都可以为投资者带来利润。你同样可以看到，只要通用动力公司的每股价格保持在70美元以上，这笔交易将会产生每股1.4美元的收益。39%交易（$1.40/$3.60）。这里值得再次重复：如果股票价格上涨，保持不变，或者说甚至下跌5美元（~6.7%）以内，在这项投资里面，交易者将会获得最大收益，即39%，这就是为什么这项策略被认为是看涨/中性的。当标的股票价值上升或者不变时，交易者都可以从这项投资中获益，更有甚者，即使是标的股票价值下降一点点，也会存在缓冲。

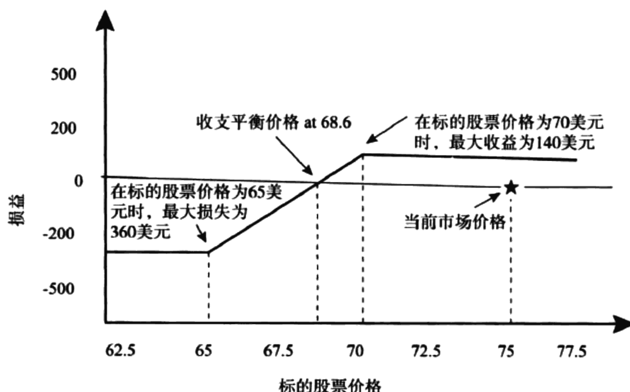


图25.3 GD 65/70牛市看涨期权套利

当期权多头属于价内，并且期权空头属于价外时，看涨偏好也可以适用于牛市看涨期权套利。通常，这些策略的收支平衡价格就在当前市场价格左右，在这种情况下，直到达到较高的执行价，买进价差投资才会实现潜在最大收益。这意味着这个价差的持有者期望股票价值上升——也就是看涨偏好。

这是通用动力公司的另外一个例子，但是价差达到10点，交易价格仍然为75美元：

- 1 多头 GD JAN12 70 call $8.15
- 1 空头 GD JAN12 80 call $3.05
- 净借记/最大损失为$5.10
- 最大收益为$4.90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

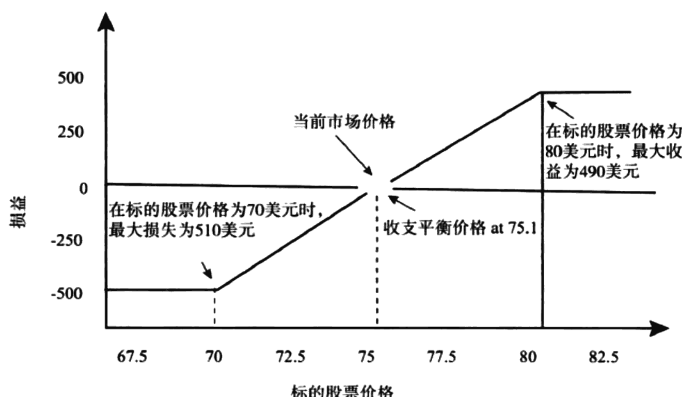


图25.4 通用动力公司70/80牛市看涨期权套利

从图25.4的风险图中，你可以看到如果股票价格降到70美元以下，每股5.1美元的最大损失就出现了。好消息是这是确定的风险，因此不管股票价格下跌了多少，你的损失只会限定在5.1美元内，收支平衡价格为75.10美元，它的计算方法同样是最大损失加上较低的执行价格（70美元+5.10美元）。如果股票价格上升到80美元或者更高的时候，最大收益就实现了，为4.9美元，或者说96%（$4.90/$5.1）。

这个策略用于创造看涨投资，这和持有股票相似，但是与持有股票相比，对于价差来说，你降低了投资的波动率。在这种情况下，如果股价在任何一个方向变动仅仅5美元，收益和损失都会达到上限点。执行价格差越大，这个区间也会变得越宽。

如果两项期权都属于价外，牛市看涨期权套利就会被归类为看涨策略，但是这项投资具有投机性。请记住：当标的股票在多头的执行价格以下交易，牛市看涨期权套利就会遭遇最大损失。就价外牛市看涨期权套利而言，那就是投资开始的方式——完全的价外。然而，较小的最大损失和较高的收益百分比抵消了风险。投机性的交易会有更高的收益，因为它们的风险也较大，我们不认为这是一个可靠的投资策略，因为很多时候，这些策略到最后一文不值，你会遭受到最大损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们来看看这家公司的另一个例子，价外牛市看涨期权套利，交易价格仍然为75美元。

- 1 多头 GD JAN12 80 call@$3.05
- 1 空头 GD JAN12 85 call@$1.80
- 净借记/最大化损失为$1.25
- 最大收益为$3.75

图25.5是它的风险图，显示了任何低于80美元的价格都将会导致的最大损失为1.25美元，收支平衡价格为81.25美元。当每股交易价格在85美元以上或者说百分比为300%（$3.75/$1.25）时，最大收益3.75美元就实现了。高盈利看起来就是进行这项投资最大的诱惑，但是请注意其前提是这只股票必须有10美元的变动。这个例子仅仅表明了投机性价外牛市看涨期权套利的运作情况。

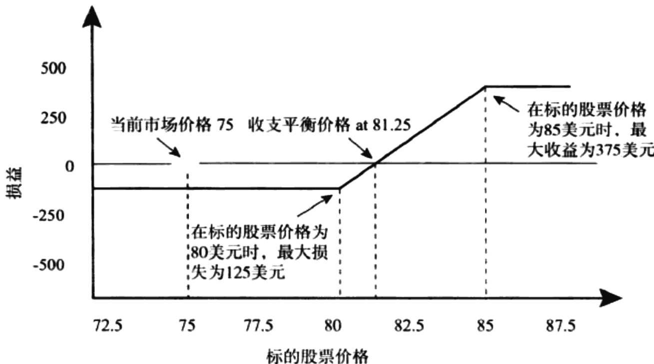


图25.5 通用动力公司80/85牛市看涨期权套利

风险度量标准

这是回顾价差的风险度量标准的好时机，买进和对冲的铁律#2是要充分了解你的风险度量。当使用价差时，这些度量标准都应该考虑到，就像表25.1中显示的那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表25.1 四种风险度量标准的详细分析

风险度量标准	策略的详细分析
风险资本	对于净现金流出，当投资开始交易时，风险资本就是总净借记。 对于净信用价差，风险资本的计算方法是：这两个期权执行价格的差值乘以合约乘数（合约数量的100倍）减去总净借贷（进行一项头寸时的总金额）。
波动率	价差是控制一项投资波动率的极有效的工具。 价差的波动率和利率上下限期权的波动率类似，因为潜在收益/损失是窄幅波动。 只要投资是窄幅波动，投资波动率就能得到很好的控制。 如果使用价差促使你投资组合内杠杆超过1.0x，价差就开始失去对波动率的有效控制。当标的资产交易价格在这两个执行价之间时，更能体现出上面说法的正确。
隐含杠杆	在投资组合层面使用价差时，这是最重要的一种风险度量标准。当为标的股票创造保护时，价差要求的成本较低，这就导致了价差拥有的隐含杠杆永远高于1.0x。 请记住：买进和对冲投资者仅仅使用本质不是投机型的价差。这意味着对于借方价差而言，期权属于价内。当你持有属于价内的期权时，在那项投资里面，你的杠杆将永远超过1.0x。 价内价差本身就已经杠杆化了，其隐含杠杆的计算方法是：价内期权控制的隐含股本市场总值除以这个价差的风险资本。 利用价差使你整体的投资组合杠杆保持在1.0x以下，这很重要。小心不要去控制太多的"隐含股本"以至于你的整体投资组合控制的股票比你在整个组合中能够单笔购买的还要多。 当使用价差策略时，监管你整体投资组合内的隐含杠杆至关重要。当使用这一策略时，提高你投资组合杠杆的动机可能存在。与这股冲动作斗争，保持你的整体投资组合杠杆在1.0x以下。
相互关系	相关性本身就是一种计算结果，它并不受选中的对冲策略带来的影响。 当你为整个投资组合设计框架时，你应该考虑到标的股票的相关性数据。那种相关性并不直接受你使用的期权策略，比如说价差的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在价差对整体杠杆影响这一方面，很值得多花些时间讲解。隐含杠杆具有上升的趋势，这是因为价差使得只需很少的资本就可以控制多只股票变为可能。我们在第十一章“了解自己的风险度量标准”中已经说过一些高级期权策略将会促使隐含杠杆超过1.0x——价差便是其中一个。

让我们返回到通用动力公司的牛市看涨期权套利例子中去，这是那个例子中用到的数据：

- 通用动力公司股票交易价格为75美元。
- 1 多头 GD JAN12 65 call@$11.75
- 1 空头 GD JAN12 70 call@$8.15
- 净借记/最大损失为$3.60
- 最大收益为$1.40

建立这个头寸，每份合约的成本是360美元，可以使你控制每股75美元的100只股票。你可以用360美元行使价差权利或者花费7500美元购买股票。当你购买股票时，所有用于购买股票的费用都被视为风险资本。如果你想要在价差上拥有同样的风险资本（7500美元），你可以购买这个价差的20份合约。相比你通过购买股票得到的股票份额，这5美元的价差会使你能够控制超过20倍的股票。

准备好大笔钞票，然后大量购买这一只股票，行不行？绝不行。这不是买进和对冲策略。尽管那是你现金的潜在使用方法，但是并不意味着你能够减少风险，尤其是隐含杠杆。市场价格为75美元的股票的20份合约有效地控制着150000美元（20×100×75美元）的风险。当7500美元可以增加150000美元投资的时候，你可以想见整个投资组合的隐含杠杆会急剧增加。

利用概率比较套利交易

价差为你创造了缓冲垫，为改正错误提供了的空间。因为时间价值的负面影响，价差会使投资者做出一些错误决定，但是仍可以获利。比如说，价内牛市看涨期权套利能够使投资者实现最大收益，即使股票价格并没有升高。记住，就算股票价格下降一点点，这个看涨/中性策略也能够产生最大收益。对于熊市看涨期权套利也是同样的道理，即使当交易正在进行，参照市场价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格，股票价格并没有任何改变，属于价内的熊市看跌期权套利也能够产生最大收益。

这就是概率论发挥效用，并成为比较不同价差交易的有效工具之处了。如今，大多数的在线经纪人都会在他们的期权链报价中提供概率数据，这个数据来源于期权的当前价格和每一个执行价格的隐含波动率。我们不会要求你自己计算这个数据，因为你的经纪人会向你提供结果。

表25.2比较了亚马逊（AMZN）三种牛市看涨期权套利和它们达到最大损失和最大收益的概率。我们还是要提醒一下，牛市看涨期权套利是投资者在买进一个执行价格较低的看涨期权时，同时卖出一个到期日相同、但执行价格较高的看涨期权。净期权费指的是借记，并且借记是投资者可能遭受的最大损失。概率是从期权链中到期价内期权百分比演化而来。亚马逊市场交易价格为200美元，让我们来看看6个月行权期的价差。

表25.2 AMZN牛市看涨期权套利

AMZN牛市看涨期权套利执行价格	最大损失/期权费	最大收益（收益百分比）	最大损失的概率	最大收益的概率
175/185	$6.90	$3.10(45%)	29%	61%
195/205	$5.35	$4.65(87%)	52%	42%
225/235	$3.30	$6.70(203%)	74%	19%

熊市看涨期权套利在前景、风险、结构几个方面，和牛市看涨期权套利是相反的。就像它名字暗示的一样，这些价差从标的股票的下降趋势中获利。熊市看涨期权套利买进一个执行价格较高的看涨期权，同时卖出一个到期日相同、但是执行价格较低的看涨期权，这两个期权月份相同而且拥有同样数量的合约，换句话说，你做空的看跌期权属于更深层次的价内。

我们返回到最原始的高盛公司的例子，股票的市场交易价格为150美元。这次假设不是看涨预期，而是看跌预期，不是买进执行价格为135美元的看涨期权，而是以21美元的期权费做空。你知道卖出看涨期权（也被称为未担保看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨期权或者无备兑看涨期权）拥有无上限风险，因此你通过购买执行价格为160的看涨期权进行对冲。成本为7美元，但是它保护着你，因为只要股票价值上涨至160美元以上，买入看涨期权价值立刻上升，卖出看涨期权的价值立刻下降。净贷记为14美元（21美元–7美元）。图25.6显示了GS 135/160熊市看涨期权套利的风险图。

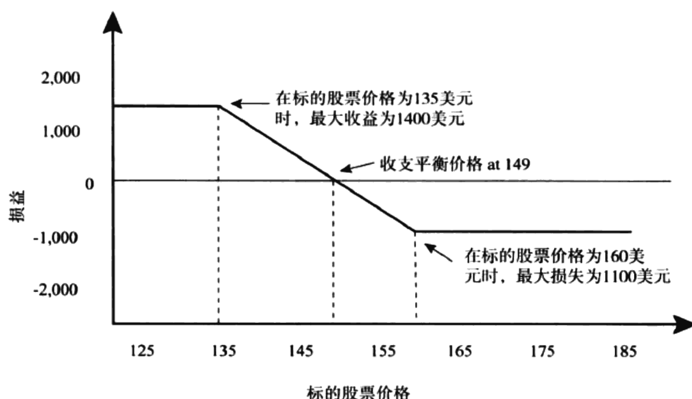


图25.6 GS 135/160熊市看涨期权套利

这个价差的收支平衡价格为149美元，就像牛市看涨期权套利，一旦股票价格下跌，你便开始获利。更准确地说，当股票价格下降时，你开始得到更多的期权费。请记住：熊市看涨期权套利也被称为看涨信用价差，因为当进行交易时，它能产生现金，在这种情况下，你获得了14美元的现金。如果在行权期内，标的股票价格下降至低执行价格，即135美元以下，你可以全额拥有这些现金。如果股票价格上涨至160美元以上，最大损失就出现了。在那种情况下，你每股将会净损失11美元。价差本身价值–25美元（两种执行价格之差），你卖出价差所得到的14美元期权费可以抵消净损失11美元。

你可能已经注意到：熊市看涨期权套利卖出者事实上预先获得了最大收益，因此接收的净贷记就是最大收益，剩下的差值就是最大损失（风险资本）。

就像牛市看涨期权套利一样，熊市看涨期权套利拥有的期权可以是价内，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价外，或者一个价内，一个价外。但这一次我们推荐：当两个期权都属于价内时，你最好避开熊市看涨期权套利，因为这和你学到的牛市看涨期权套利完全相反。这种说法是站得住脚的：如果价内看涨期权套利为看涨提供了最有利的条件，那么它们留给看跌走势的就不是那么理想了。价外熊市看涨期权套利提供了最大的成功概率。请记住熊市看涨期权套利的卖出者想要期权到期时一文不值，来保证获得的全部期权费。因此投资应该以这两个期权都属于价外开始，以便在行权期截止时，让这些期权无任何价值。行权期截止时的无价值期权是卖出者最愿意看到的事情。

如果看涨期权套利卖出者想要在股票空头上面拥有相同的投资保护，拥有一个价内期权和一个价外期权的价差是他最好的选择。当价差处于两个执行价之间时，这个价差的整体价值将保持不变，因为这两个期权价值对等地反向变化。

对于价差的卖出者来说，有一个好处：时间永远和你站在同一战线。在行权期内，时间价值对于任何人来说，都是零，只有内在价值的数学计算不会赋予期权任何价值，但是到那时为止，时间在其中扮演着一个角色，随着时间一天天流逝，期权会不断损失价值，并且，最终时间价值变为零。因此，这种说法是正确的：时间对期权的卖出者有利，却对期权购买者不利。这对于单一或者多个期权持有者来说都是正确的。价差卖出者会一直觉得拥有一种优势，因为时间站在他们那一边。

垂直看跌期权套利

牛市看跌期权套利是指在买进一个执行价格较低的看跌期权的同时，卖出一个到期日相同、但是执行价格较高的看跌期权。牛市看跌期权套利和牛市看涨期权套利的损益表几乎相同。差别在于牛市看跌期权套利是从净贷记里面获取收益，而牛市看涨期权套利的利润来源于净借记交易，这两种策略几乎可以交换使用，它们的使用取决于哪种策略能够基于期权费为投资者提供一定的定价优势。

在牛市看跌期权套利里面，期权卖出者希望在期权循环的最末端，行权期截止的时候，这个期权变得毫无价值，这样他们就能保住从交易中获得的期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费。返回到通用动力公司的例子中，股票交易价格为75美元，我们来看看下面这些情况。

这是价外牛市看跌期权套利的例子：

- 1 多头 GD JAN12 65 put@$3.05
- 1 空头 GD JAN12 70 put@$4.50
- 净贷记/最大收益为$1.45
- 最大损失为$3.55

我知道现在读者已经对阅读这些数据相当擅长了，但是我们来看看图25.7中的风险图显示出的重点。这场交易中最大损失出现在65美元以下的水平，在收益平衡价格68.55美元以上，投资者可以从这场交易中获利，最大收益出现在70美元的水平以上。

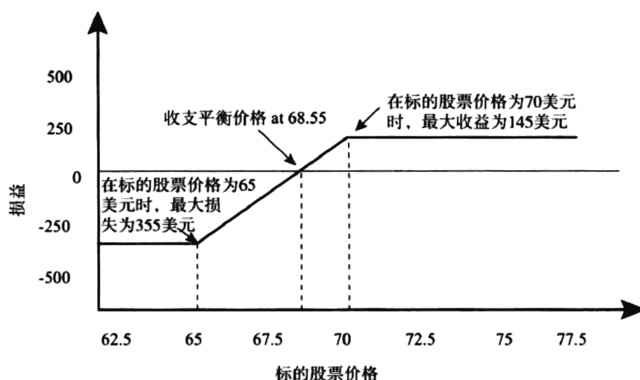


图25.7　GD 65/70牛市看跌期权套利

回想一下：尽管现金从这场交易中产生，但是除了最大损失，经纪人仍有必要的维持条件。在本例中，必要维持条件为3.55美元，因为这部分资金绑定在交易上，我们把它作为计算概率的分母。这个例子里面，就是41%（$1.45/$3.55）。请注意：这和前面章节中的牛市看跌期权套利的情况相类似，由于通用动力公司支付的股息，差别也很相似。换句话说，如果所有的事情保持相同，股票的股息总额倾向于下降，反过来，这使得看跌期权的价值更高一点，并且能够产生更多的期权费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像牛市看跌期权套利反映了牛市看涨期权套利一样，熊市看跌期权套利呈现了熊市看涨期权套利的相同方面。偏好是看跌的，执行价格定义了上限和下限，甚至是风险图也看起来一样，差别是一个产生了贷记（熊市看涨期权套利），另一个则产生了借记（熊市看跌期权套利）。

合约数量

关于价差这个话题最后剩下的一点疑惑是交易的规模问题。在风险度量标准中指出：通过创造太过巨大的头寸，价差会导致杠杆不自觉地过度使用。因此，当创建价差时，准确地确定你想要拥有的合约数量非常重要。

一如既往，你最先开始确定投资组合的分配模型，并且决定想要控制的市场价值总数额。这笔金额通过立刻持有股票或者利用期权的力量创建对等的控制力而进行投资。投资金额除以市场价格得到的数据就是你想要控制的股票数量。当交易者开始进行一次投资时，他们所要做的和上述讲到的其实没有任何区别。

当你知道了想控制的股票数量，把它除以期权的乘数，则可得到你所需要的价差的合约数量。

这里有一个例子，假设你拥有15000美元的资金去分配在通用动力公司的投资里面，这家股票的市场交易价格为75美元。用这笔资金可以购买200股这家公司股票。200股除以乘数100，你可以算出合约的数量为2，于是你觉得以下的牛市看涨期权套利符合你的设想。

- 通用动力公司（GD）股票交易价格为75美元。
- 2 多头 GD JAN12 70 call@$8.15
- 2 空头 GD JAN12 75 call@$5.15
- 净借记/最大损失为$3.00
- 最大收益为$2.00

这个价差两份合约的成本要求为600美元。它的计算方法是：合约的数量2乘以乘数，再乘以净借记3.00美元，即2×100×$3.00=$600。

再一次，期权杠杆的收益使得买进和对冲投资者仅仅只用支付600美元的成本，就能创造出价值为15000美元的风险投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当你利用价差策略时，这是我们希望你能够考虑到的：

1.从投资组合分配模型开始。这应该可以定义分配给任一个别投资的数量和需要使用到的标的资产。

2.确定标的股票的市场绩效。这项分析应该定义期望值，并且，反过来定义高级别和低级别预期价格变动。

3.使用绩效规划来确定策略和相关执行价格。然后选择满足标准的期权。

4.通过计算你需要拥有的合约数量来确定交易的规模。

5.时刻追踪投资组合水平的隐含杠杆。避免出现这样的情况：你的投资组合整体杠杆超过1.0x。

章节重点

- 垂直套利包括同样类型的两种期权（看涨/看跌），相同的标的资产，相同的行权期截止日期，相同数量的合约。但是执行价格不一样，就是因为这种差异创造出了价差。
- 与价差相关的术语还有净借记、净贷记，并且价差可以拥有两个价内期权，两个价外期权，或者一个价内期权和一个价外期权。
- 价差本身就是一种对冲过的投资，它能够创造出你想要的任何市场偏好，并且确定你的下降趋势风险。
- 价差里面的风险因素所占地位略不相同，但是一定要关注投资组合层面的隐含杠杆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十六章



对角套利

钟美：“做生意，速度是很重要的，时间就是金钱。”

劳伦斯·伯恩三世：“你刚说鸦片是金钱。”

钟美：“钱就是钱。”

劳伦斯·伯恩三世：“好吧，那时间是什么？”

——选自1985年电影《志愿者》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





尽管电影《志愿者》并不是汤姆·汉克斯和约翰·坎迪的卖座电影之一，但我们引用里面的对话是因为在期权里面，时间就是金钱。对角套利策略完全是基于这个概念：时间以不同的速度随着有效周期贬值。

除了有效时长和执行价格以外，对角套利的其他方面和垂直套利特别相似。这个额外的维度大大增加了我们可以添加到价差列表中的迭代数量。好消息是在这本书中，我们只会把关注焦点放在少数几个上面。当谈论到不同的月份时，我们指出如下要点：最接近于行权期截止日的月份，我们称为“近月”，离行权期截止日远一些的月份，我们称为“远月”，这两个术语应该很好记忆。

如果你要使用对角套利策略，我们建议你把焦点放在这些价差上面：远月的多头和近月的空头，你做这些是为了多次利用空头里面的时间衰退，并且只用支付一次多头。

对于对角套利来说，时间衰退的情况会同时出现在这两个期权上面，因为他们的行权期截止日相同。当然，改变的速度不是100%相同，但是，在行权期截止日期那一天，它们所拥有的时间价值都为零，就像我们在第十五章到十八章中解释过的那样，当越靠近行权期截止日时，时间衰退得越快。当买进价差（意味着净现金流出）时，多头贡献了大部分的价值。不管看涨期权或者看跌期权是不是用于创造价差，这种情况都会出现。对于净现金流出，持有者希望在行权期截止之前，它的价值能够上升。从本质上讲，净现金流出和多头拥有相同的特点，期权多头的升值是由价内多头的状态驱动的。

通常来说，在最后的三到六周，时间贬值得最快。波动率的戏剧性变化会对这项投资产生大破坏，通常情况都是这个样子的。

时间衰退事实上对于卖出价差来说是一件好事。本质上，出售一个期权能为股票多头提供资金支持。正如谚语所说，低买高卖。对于期权空头来说，买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低意味着到行权期截止的时候，它一文不值。

把这两个概念结合起来，希望时间在多头上面衰退得慢些，在空头上面衰退得快些，这种想法将会导致投资者使用对角套利策略，他们不会为这两个期权选择同样时长的行权期，而是会为看涨期权选择较长的行权期，为看跌期权选择较短的行权期，并且计划着多次利用短期期权（看跌期权）。换句话说，你应该买进看涨期权，通过多次卖出看跌期权为它提供资金支持。这是看涨对角套利两个期权的例子：

- 1 多头 GE JAN12 18 看涨期权
- 1 空头 GE OCT11 20 看涨期权

2012年1月在2011年10月之后，因此投资者拥有机会去卖出2011年11月、12月和2012年1月的看涨期权来为2012年1月到期的看涨期权提供多次付款。

图26.1显示了在较长期权行权期内，期权空头的时间价值是怎样多次贬值为零。

因为在创建期权头寸时，你想要选择六个月时长以上的行权期，你应该可以通过卖出六个看涨期权——每月一次，用于支付多头。你往往可以期待在前四个月里支付多头，这样可以剩余两个月的时间获取收益。

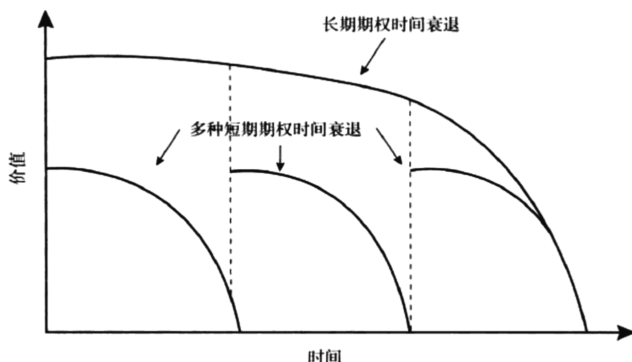


图26.1　期权时间衰退

对于对角套利，你应该把这几个因素铭记在心。第一，前面章节中讲到的所有风险度量标准同样适用于这个策略，并且风险资本仍旧是核心。第二，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为标的股票的价格随时都在上下波动，执行价格之间的差值需要进行调整，事实上，这种情况是无法避免的。你想要建立一个足够宽的价差，使得较高执行价格的波动产生足够多的期权费。不过更糟糕的也可能是，由于股票价格的上下波动，期权多头转变为价外，在还未产生足够的用于支付费用的收入前，就遭遇了最大损失。同样地，持有者也必须时时小心卖出看涨期权变为价内。在这种情况下，投资者需要做好转让的准备。虽然这些风险也存在垂直套利里面，但是它们被减到了最低，因为在到期日，所有的期权头寸在同一时间全被清出投资组合。对于对角套利来说，这种机会更高一些，因为你可以多次做空近月行权期期权。

所有这些因素就是导致我们称它为高级期权策略的原因了。但是不要担心。这是投资者非常容易掌控的情况，但是可能它们比其他策略需要投资者更多的注意力。

让我们再来看一个例子，它将会迫使我们渐渐作出一些决定。

你考虑对角策略的一种方式是把他们看成是深值价内看涨期权，每月都进行卖出，补贴成本。让我们来看看苹果公司（AAPL）2010年5月到2011年1月这段时间的股票价格变化。

在2011年5月24号，你根据前几个月的观察发现，苹果公司股票交易价格看起来会在230美元到270美元之间变化，最终苹果公司股票交易价格为247美元。你决定：因为苹果公司股票的高价格，你将一方面使用价内看涨期权去为上涨趋势增加赢利机会，另一方面限制风险资本。你买进2011年1月到期，执行价格为230美元的看涨期权，价格为44美元，行权期为八个月。计划是每个月都卖出一个属于价外，而且高于市场价格20到30点的期权。因此，你以3.55美元的价格做空2010年6月到期，执行价格为270美元的看涨期权来为这个多头筹措资金。这是这项投资的详细信息。

- 1 多头 AAPL JAN11 230 call@$44
- 1 空头 AAPL JUN10 270 call@$3.55
- 净借记/最大损失为40.45美元每股

你继续每个月卖出一次期权，但是要牢记在心：如果空头以价内结束，你将需要做出一些决定。请记住：在行权期截止的时候，如果卖出看涨期权属于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价内，你必须以270美元的价格卖出苹果公司100股的股票，使自己处于做空的状态。

2010年6月的行权期截止日期很快就到了：当它接近行权期截止的那个周五时，苹果公司的股票交易价格为274美元。空头属于价内，价值为4美元。因此，这个卖出看涨期权的净收益为-0.45美元（3.55美元-4.00美元）。现在，买入看涨期权的价值为58.75美元，收益为14.75美元（58.75美元-44美元）。这两个期权的净收益为正的每股14.30美元。你该怎么做？这是你的选择：

- 同时交易掉全部的多头和空头，获取每股14.30美元的收益。
- 继续持有买入看涨期权，买进空头，承担0.45美元的损失，然后为下一个月卖出另一个看涨期权。
- 按兵不动，在行权期截止之后，处理掉卖出看涨期权。

第一个选择是完美的选择。股票在一个月就达到了上限。即使你总是着眼于投资长远利益，但是早一点获得你想得到的收益也不是一件坏事。把它收入囊中并且退出交易是一种行之有效的决定，并且你已经从这个等式之中移除了情绪。投资增长了14.30美元，达到了40.45美元的水平——35%的收益。没有人会在一个月达到35%的收益时破产。

如果你觉得苹果公司股票价格还有上涨的空间，那么你就可以选择第二种。可能这个月里面出现的一些消息使你相信应该提高你的上限点。无论如何，在做出这个决定之前，你应该重新确定对苹果公司的投资偏好，做到这一点的一种方法是买进期权空头，然后下一个月出售另外一个期权。比如说，行权期截止于2010年7月的看涨期权在那段时间交易价格为4.25美元，这会使得苹果公司股票拥有另外16点的上升空间，并且产生另外4.25美元的收益（你出售的时间价值）。

第三个选择将会导致苹果公司100股的空头。对苹果公司所做的总投资看起来就像这样：

- 1 多头 AAPL JAN11 230 call@$58.75
- -100股 AAPL（空头）@270

这看起来是一种很可怕的情况，因为你拥有的是中性到看跌的偏好。看起来与你最开始的看涨偏好判断完全不一致，并且最大的问题是你拥有的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空仓，它们有产生潜在无上限损失的可能性，然而，这些因素事实上并不会造成不利的情况。不管相信与否，在股票价值上升得太快的情况下，这可能会产生很好的结局。

首先，请记住：最开始，你出售了看涨期权，这给你带来了3.55美元的收益，因此，在这只股票空头上面，你的净损失仅仅是-0.45美元。其次，这个行为会给你带来一些收益。苹果公司价格每下降1美元（你的买入看涨期权价值降低）都会被空头价值的上升而抵消，你已经锁定了内在收益。14.75美元的时间价值没有进行过对冲，但是这就是你在这项投资上面可能损失的最大一笔钱。在买入看涨期权上面你会遭遇的最大损失为40.45美元，现在，它是14.75美元，这样看来，你大大降低了风险资本。再次，股票空头被买入看涨期权所覆盖。不管股票价格上升到多少（对于股票空头持有者来说，那就是风险所在），买入看涨期权通过上升同样的金额而抵消损失，但是为什么要做这些呢？你从投资里面获益，已经有相当多的钱进账了。最终追求这项策略的原因是你可能会改变对苹果公司的投资设想。如果你现在对该股票是中性到看跌的判断，你可以直接舍弃股票空仓，而不是在下个月用价外看涨期权代替它。

这是最关键的一种情况，如果苹果公司在下一个月份的行权期内，价格回升了，以250美元的价格结束了行权期到2010年7月的期权，以下就是这种情况对行权期为周五的头寸的影响，也就是2010年7月16日：

- 1 多头 AAPL JAN11 230 call@＄42是价格降低16.75美元的结果（58.75美元-42美元）。从最开始买进价格44美元来算起，这项投资的总净利润为-2美元。
- -100股 AAPL@270是价格上升20美元的结果（270美元-250美元）。
- 不要忘记了卖出看涨期权净收益为-＄0.45。
- 把这些所有的数据都加起来（＄20-＄2-＄0.45），从这项投资里面，交易者获得的净收益为17.55美元。

这是新加入前面月份获得的收益中的另外3.15美元，并且在这个过程中，你降低了风险成本。

这些步骤都在图26.2中表现出来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3个选择，获得卖出看涨期权的同时，持有远期买入看涨期权
① 5月24号 多头AAPL Jan11 230 call@44/空头AAPL Ju10 270 call@3.55；净收益：贷记40.45
② 6月21日 指定。新头寸：空头 100 股@270/多头 AAPL Jan11 230 call@58.75
③ 7月16日 AAPL@250。股票空头收益20美元。买入看涨期权@42，因此收益为-2美元

图26.2　AAPL 2010年4月到2010年9月

关于这种方法最重要的一点是：在相对较短的时间内，你需要改变投资偏好，即使如此，股票价格达到你的预期卖点，从出售到做空还是更进一步的。虽然你用买入看涨期权进行对冲，并且锁定了你的收益，但是，你必须对那些由市场决定的，因潜在的股票波动而需要做出的决定慎之又慎！我们也不推荐对股票或市场进行预测。因此，只有当你对苹果公司的投资偏好改变时，才需要采用这种策略。

关于这种方法需要讨论的另一点是做空苹果公司100只股票所需要的资金投入。做空能产生现金，但这并不是投资能够利用的现金，这部分现金是以维持投资的形式存在的，同时降低了你投资组合的购买力。从技术上讲，做空要求贸易融资，并且即使你不借钱进行交易，它仍被认为是用保证金保证的头寸。在此提到这些仅仅是因为我们在第十一章“了解你的风险度量标准”中提到过，我们从不推荐借钱去投资，在这里，我们仍然固守那条规则，但是我们意识到经纪人已把交易本身当作用保证金保证过的头寸了。

对角套利不是总有效

并不是只要使用对角套利就会产生最好的结果，有时，垂直套利才是最好的解决方法。让我们返回到通用动力公司（GD）的例子上面去，回到2010年6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



月，从该时间点出发我们收集了真实的期权数据，对比于垂直牛市看涨期权套利，来看看对角套利是怎样运行的。

在前面章节中，我们举出的一个垂直价内牛市看涨期权套利的例子包括行权期为八个月的买入看涨期权和同样行权期时长的卖出看涨期权。这个垂直套利看起来就是这样的：

- 1 多头 GD JAN12 65 call@$7.40
- 1 空头 GD JAN12 70 call@$4.85

让我们用短期期权代替空头以便把这个套利变为对角套利，在通用动力公司股票交易价格为66美元时，创造一个这样的一个投资：

- 1 多头 GD JAN11 65 call@$7.40
- 1 空头 GD JUN10 70 call@$0.85
- 净借记/最大损失为6.55美元。

净借记为6.55美元（7.40美元-0.85美元），是的，这也可能是最大损失。如果从现在算起一直到2011年1月期权多头的行权期到期的这段时间里，你每个月都可以卖出一次价值为0.80美元的期权，你有获得8次80美分的利润的潜在可能。如同之前已经警告过的，股票价格的上下波动会使它成为一种挑战——更不必说潜在的分配。表26.1显示了八个月的真实数据并且体现了卖出八个看涨期权所产生的累积影响。

表26.1　卖出八个看涨期权所产生的累积影响

开盘日期	GD价格	期权	期权费（开盘）	收盘价格	损益	累计价格
卖出看涨期权头寸						
5/24/10	$65.95	2010.6 70 看涨	$0.85	$0	$0.85	$0.85
6/21/10	$66.78	2010.7 70 看涨	$0.35	$0	$0.35	$1.20
7/19/10	$58.60	2010.8 70 看涨	$0.05	$0	$0.05	$1.25
8/23/10	$59.33	2010.9 70 看涨	$0.05	$0	$0.05	$1.30
9/20/10	$63.63	2010.10 70 看涨	$0.05	$0	$0.05	$1.35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

开盘日期	GD价格	期权	期权费（开盘）	收盘价格	损益	累计价格
10/18/10	$64.37	2010.11 70 看涨	$0.20	$0	$0.20	$1.55
11/22/10	$66.26	2010.12 70 看涨	$0.25	$0.30	−$0.05	$1.50
12/20/10	$70.01	2011.1 70 看涨	$1.45	$2.97	−$1.52	−$0.02
买入看涨期权头寸						
5/24/10	$65.95	2011.1 65看涨	$7.40	$7.97	$0.57	$0.55

在这个例子里面，管理九个头寸之后的净收益仅仅只有0.55美元。在那段时间内，通用动力公司的股票价格从2010年5月24号的65.95美元上升到了2011年1月21日的72.97美元，你没有选择的垂直套利会产生最大收益2.45美元。对角套利每个月并不能够从执行价格为70美元的价外看涨期权里面获得足够多的时间期权费。

这是投资者在选择对角套利时必须确定的事情。每个月卖出的时间价值将会根据标的股票的变动而变化。有时，对于投资者来说，垂直套利可能才是更好的选择。

章节重点

- 对角套利是指利用相同标的资产、不同合约价格、不同行权期的看涨期权或看跌期权的价格差异赚取无风险利润的行为。
- 对角套利通过多次卖出近月期权来支付远月多头，这使得它们成为垂直套利最合适的替代。
- 因为标的资产的价格变动，对角套利有改变价差区间的风险。
- 对角套利比其他策略需要更多的注意力，这是因为你总会有在近月到期的期权。
- 对角套利并不适合所有的垂直套利替代情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十七章



投资组合内的现金管理

（埃迪·费尔森、文森·劳里亚和卡尔曼走进台球室）

埃迪："你闻到了吗？"

文森："什么？烟味？"

卡尔曼："不是，是钱味。"

——选自1986年电影《金钱本色》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





当然，我们不可能从在线经纪公司的账户里闻到金钱的味道，但是当你的账户里面有多余的现金时，你将会倾向于花更多的时间来思考它——通常是因为你想要利用这些现金做出点什么。

许多对冲过的投资组合一直保持着惊人的现金头寸。在第十一章“了解自己的风险度量标准”中描述到了杠杆，特别是讲述了期权是怎样自动创造出杠杆的，由于其本身的机制，期权创造了杠杆。相比较于直接买进股票，如果使用期权，投资者可以在看涨或者看跌方向控制更多的股票，结果就是在投资组合中出现大量富余的现金。

在这本书中，不是我们推荐的每一个对冲策略都能为你的投资组合创造富余的现金。利率上下限期权，配对期权和投资组合对冲并不使用期权对投资组合进行杠杆操作。这些策略里面的期权仅仅是用于创造下降趋势保护。能够产生富余现金的策略是价差、价内看涨期权和价内看跌期权。

在很多情况下，使用价内期权或者价差为股票或者交易所交易基金去创造价值100000美元的投资所需要的资金仅仅为20000美元左右（有时，甚至需要的资金更少）。买进和对冲方法并不为你的整体投资组合推荐超过1.0x的隐含杠杆。因此，用100000美元的资金建立一个投资组合，结果可能是为你的投资组合增添80000美元的富余现金。

使用这些策略创造富余现金的投资者需要决定怎样去管理你投资组合内的这些现金。没有富余现金的投资者仍然可以把现金作为他投资分配中的一部分。资金管理对于这位投资者来说同样重要，但是这位投资者并不需要盯着他投资组合里面的大额资金头寸，也不需要考虑他的现金收益是否充足。

使用正常现金分配进行投资

回想一下第十二章“构建长期、多元化的投资组合”，你的投资组合分配包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括现金这一资产类别。在大多数情况下，投资中的现金分配仅仅为10%，并且这个数字永远不会上升，直到投资组合处于它的清算阶段（比如说退休）。对于大多数投资组合来说，现金可以留在经纪公司账户里面，并且任何投资都不需要使用它。你的经纪公司可能把这笔钱存入联邦存款保险公司（FDIC）保险账户上，或者你可以建议保险公司仅仅把它们作为现金放在一边，不论哪一种方法，你都只能从这个账户里面赚得非常少的现金。如果你把这部分现金存在经纪公司账户里，那么当你有了新的投资想法，便可以随时用到这笔钱。

然而，如果你的资产分配里面的现金比例占了很大一部分（比如说，多于100000美元），你可能会考虑一下经纪人提供的其他现金等价型证券。你可以购买金融市场里面的共同基金，或者经纪公司提供的高额利率的扫荡性项目。如果你投资组合内的现金足够多，那么增长的收益可能值得你为管理现金投资而付出的努力。

警告

现金和现金等价物已经不像我们想象的那样安全。当2008年银行倒闭，现金基金价值跌破美元面值时，你已经接受了惨痛的教训。当管理你账户中的现金时，你需要考虑经纪公司的投资品质。每一个顶尖的在线经纪公司都会提供证券投资者保护（SPIC），在你的经纪公司投资失败或者不能退还你的资产时，它会保证你的资金在500000美元以上，并且大多数大型经纪公司也会提供额外的、以你的名义从第三方保险公司购买的保险。你需要找你的经纪人谈谈，建立投资保险。为了防止经纪人投资失败，不要在你的账户中存放多于你的经纪公司能够投保的现金。

对于现金等价物来说，比如像现金扫荡性项目和金融市场共同基金，你需要为现金投资尽可能地调查每一个可选项目的特性。在很多现金扫荡性项目里面，联邦存款保险公司的保险都很适用（但并不全面适用，因此还需要咨询你的经纪人）。如今，联邦存款保险公司的保险保护了你在这个项目里面最初的250000美元现金，拥有多于250000美元的现金可能很危险。你一定愿意在有联邦存款保险公司保险的情况下，将250000美元以外的那部分现金也用于投资，你可以把钱存入其他的银行，因为每一个银行都会提供250000美元的存款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



保险。

对于金融市场共同基金来说，基金的质量关系重大。这是许多人在2008年那段艰难的岁月里，学到的另外一种经验。破天荒第一次，金融市场共同基金跌破发行价，意思是一美元的资金投入已经不再具有一美元的价值。信用危机将许多原来等级为AAA的债券变为毫无价值的投资，这影响了许多金融市场的共同基金。基金的质量关系重大。确保你的资金投入大型银行的基金和有机构做为后盾的基金。

如果这些还不能满足你，坚持定期存款策略——在任何一家银行里面，不要存入超过联邦存款保险公司承保范围的现金。请记住：联邦存款保险公司保险是为银行提供保障，不是为定期存款，因此，如果总额超过能够保险的数额（现在一般是250000美元），不要在同一家银行里面存入你所有的现金。

为高级对冲客户提供的现金管理策略

现金管理策略仅仅描述了用适中的现金总额使得投资组合运行良好。“适中的”在这种情况下指的是整体投资组合10%到20%的价值，但是大部分时间使用价差策略和价内期权策略的投资者将需要花费更多时间来管理投资组合内的现金。我们在这章的前面部分就讲明了原因：大量的富余现金是因为这些期权对冲策略而产生的。

让我们来看一个例子，假设你的投资组合总价值为275000美元，且标的投资包括一小部分的交易所交易基金和股票，并且你已经使用了价内看涨期权来为每一项投资创造看涨机会。我们同样假设看涨期权属于价内，平均大概为15%，意思是在价值20美元的股票上面，价内看涨期权的执行价格为17美元。增加一点点时间价值（可能是5%）并且这个投资组合可以使用市场价值大约为45000美元的价内期权去控制价值为250000美元的股票和交易所交易基金。你的现金分配推荐为10%，因此大概为27500美元，然而，你投资组合内真实的现金总量为230000美元，或者说是投资组合总资金的80%，为什么呢？因为组合内实际存在的现金包括现金分配和包含杠杆的期权策略释放的那部分资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是需要管理的一大笔现金。在前面部分中，我们讲解到的任何一种现金管理策略对于管理这部分现金都是可行的。然而，投资者可以做到的最重要的一件事情是把注意力更多的放在大额资金头寸上面，因为这些钱产生的收益若是还不及投资市场能够产生的，那无疑是一种机会的浪费。如果投资者计划一直使用价内期权和价差，并且把它们作为首要策略，那么这一点尤其正确，因为这意味着现金结余可能永远都很多。

警告

当使用这两种策略时，我们拥有很多现金结余，因为我们的隐含杠杆不高于1.0x。作为一位买进和对冲投资者，我们避免杠杆的出现，因为它是使我们的投资组合拥有超额现金的罪魁祸首。

接下来的高级现金管理方法就是那项规律的例外！它将会使你的整体投资组合的杠杆超过1.0x，但是只有当使用高级现金管理策略时，这个值才会超过1.0x，只要使用得当，你的风险仍会得到很好的控制。

现在，我们来讲讲高级现金管理策略。多年以来，期权和交易所交易基金的总量和组成部分都得到了扩充，并且它们被设计成这样：散户可以为特定的板块、分板块或者某一类投资创建定制投资项目。交易所交易基金甚至扩大了固定收益资产类别。现在投资者可以购买由特定债券组成的固定收入交易所交易基金，并且许多但不是所有的固定收益交易所交易基金拥有期权，投资者可以使用它们来为交易所交易基金产生的风险进行对冲。可以被具有创新意识的投资者利用的这种灵活性非常有用。

在前面章节中，我们的讲解涉及使用期权的同时投资交易所交易基金，根据你学到的那些知识，投资者可以为自己投资组合内的富余现金寻求到解决方法。让我们首先把焦点放在交易所交易基金这一边。

固定收益交易所交易基金通常是在固定收益/债券领域里，为特定投资要求创建投资机会而建立起来的。除此以外，固定收益交易所交易基金通常为某一特定时段而存在——特定时段意味着典型时间，指的是时间段要满足固定收益的设定能够完成支付利率和返还资本这两个过程。请记住：固定收益（债券）指的就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





由公司和政府机构为借钱的目的而发布的金融工具。债券具有两方责任，它是政府、金融机构、工商企业等直接向社会借债筹措资金时，向投资者发行，承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。

固定收益交易所交易基金通常聚焦于整体投资组合其中一个种类的投资要求和特定的平均持续时间，这两个因素通常都会影响交易所交易基金的总体利率框架。大多数固定收益交易所交易基金是每个月支付利息，有些是每季度支付。你应该确保知道自己的交易所交易基金支付利息的时间表。看一看交易所交易基金支付的平均股息，并且了解交易所交易基金作出的支付股息的承诺。通常情况下，基金持有者为每一种交易所交易基金都会一一尝试所有的利息支付方式。

因此，如果用你所有的富余资金购买交易所交易基金，从技术层面上讲，你会违反买进和对冲五大铁律之中的最重要的两个，也就是我们在十一章和十二章中讲到的。你的投资组合内的杠杆会显著升高，特别是隐含杠杆。在这种情况下请记住：较高的隐含杠杆可以使你投资组合内80%的价值以现金的形式存在，但是整体的投资组合拥有的隐含杠杆仍然为1.0x左右，即使是你拥有巨大的现金头寸。如果你把所有80%以现金存在的资金投资在固定收益交易所交易基金上面，那么你现在所拥有的隐含杠杆可能在1.8x左右，这就违背了我们的铁律：不要使你的杠杆高于1.0x。

和那一点同样重要的是，你会违反投资组合资产分配的规则。现在你拥有非常巨大的债券分配比率，这个数据可能高达整体投资组合总价值的30%到40%，但是你计划的固定收益分配比率可能在0到10%之间，这两个变化将会影响投资组合的市场绩效和风险预测能力。因此，对于投资在固定收入交易所交易基金的现金来说，什么才是高级策略呢？

适时打破常规

如果你决定想要获得额外的现金，并且愿意在你的投资组合内，增加稍多的风险资本，买进和对冲里面有你想要的高级现金策略。这项策略能让你投资于能够产生一些额外收益（比现金等价物更高的利率，比如说金融市场共同基金或者定期存款）的媒介里面，但是市场不会给你免费的午餐，现金等价物证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券风险很低，如果你想要获得更多的利益，你不得不冒更多的风险，除此之外没有其他的捷径！切记！

在充分控制你的风险的同时，我们鼓励你使用一项策略来增加自己的收益：对固定收益交易所交易基金使用配对看跌期权。你需要找到这样一个固定收益交易所交易基金：拥有期权的同时也拥有能够为你提供保护的、数量充足的看跌期权。你应该记得在第二十三章“在你的投资组合中，交易所交易基金会发挥重要作用”中，我们按照资产总额的标准列出了前100种的交易所交易基金。这100种中的17种交易所交易基金属于固定收益交易所交易基金，并且在这17种中，有7种提供了拥有充足未结清权益的期权，并且这些期权能够找到合适的看跌保护，这七种交易所交易基金的代码为：LQD，SHY，HYG，JNK，IEF，TLT和MBB。

记得在第二十章“配对看跌期权”中，配对看跌期权包括一个标的证券的所有权和能够为标的证券提供一些下降趋势保护的价外看跌期权，在这种情况下，你买进固定收益交易所交易基金，然后接着买进属于价外的看跌期权来为交易所交易基金提供下降趋势保护。你需要决定拥有多少的保护才能安心。通常情况下，我们会依据当前交易所交易基金市场价格，倾向于购买下降趋势的10%。但是，当从现在算起，往后六个月到九个月之间时，我们推荐投资者为保护性看跌期权建立阶梯，这样你可以定期转仓，并且得到一些保护。

在这个策略里面，固定收益交易所交易基金每月或者每季度支付股息。事实上，对于许多拥有期权的交易所交易基金来说，除息日和期权行权期截止日期一样。对于其他的很多来说，它是一个月的第一天。这很方便。它意味着把积累的股息与你购买保护性看跌期权的成本作比较。你每个月都会得到一笔股息，就是这笔股息可以支付保护（看跌期权的成本）。股息必须超过看跌期权的成本，否则，为了拥有固定收益，你必须拿出额外的金钱。换句话说，对于固定收益交易所交易基金，你拥有负面的置存成本。当你的目标是增加你的收益时，你必须找到高于保护成本的股息。

幸运的是，你基本上不会找到下面这样带期权的固定收益交易所交易基金：它的看跌保护成本比在与保护时长相等的时间段里面积累的股息还要高。对于你来说，这关系重大：固定收益是波动率较低的投资媒介。它不像证券那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



样上下波动幅度较大，并且通常债券里面出现违约的情况比较少。结果就是，像这样的投资媒介里面的看跌保护所需要的成本不是特别高。事实上，对于未来某一个特定月份，固定收益交易所交易基金的价内看跌保护成本通常和整体股息相同或者说非常接近，这里，我们所说的整体股息在相同对等的时间段内，固定收益交易所交易基金所支付的股息。

让我们来看一个例子，一个拥有大量数额股票和期权的固定收益交易所交易基金就是JNK，它属于一种低档债券交易所交易基金。低档债券在美国是最高收益的公司债券。他们被贴上"垃圾的"（junk）标签，是因为发行固定收益的公司拥有最低的信用度。换句话说，这些公司最有可能出现违约的风险，它们最有可能拖欠债务，而导致你所拥有的债券毫无价值。正常情况下，我们并不推荐购买这类证券，除非在非常特殊的情况下，但是万一出现这种不利情况，你可以购买看跌期权，它们可以充当下降趋势保护。这和购买低档债券的信用缺省保险相似。我们来看看2011年3月31日，可以利用的JNK期权。这一天在股利支付的除息日前一天，因为JNK是一种没有自己期权行权期截止日和除息日的固定收益交易所交易基金。

JNK在那一天的交易价格在40.56美元和40.47美元之间，收盘价格为40.51美元。行权期截止日期为9月11日的看跌期权，执行价格为40美元进行交易时，买入/卖出为$1.45/$1.70。换句话说，投资者购买看跌期权的成本应该在1.55美元到1.60美元之间。从3月31日到期权行权期截止的9月，六个除息日将会使得交易所交易基金的持有者能够积累股息：4月1日，5月1日，6月1日，7月1日，8月1日和9月1日，这个交易所交易基金每个月的股息为26美分，因此，在六个月的时间里，投资者可以积累到1.56美元。换句话说就是市场告诉你，如果你想拥有这个交易所交易基金，并且在接下六个月里，不想拥有下降趋势的风险，你需要放弃所有的股息，这就是为这项投资提供的有效信用缺省保险的保护成本。

当然，这项策略以赚取更多的额外收益为目标，因此你要为冒险做好准备。你认为行权期截止日期为9月11日，执行价格为40美元的看跌期权怎么样呢？按照当前市场价格，这大约是5%到6%的下降趋势风险。看跌期权的成本为$0.65/$0.90，或者说大约80美分。因此，投资者可以赚得1.56美元的股息，然后将其中的80美分用于支付保护成本，投资者的净收益为76美分——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于40.51美元的交易所交易基金交易价格来说，这意味着每年的收益为3.75%。因此，如果你愿意冒险在接下来六个月把你的成本从4%调整为5%，你就可以获得许多实质性的收益，而且这部分收益比现金等价物产生的收益好得多。（我们写这本书的时候，现金在经纪公司账户上产生的收益少于0.25%。）

我们进一步看看行权期截止日期为9月11日，执行价格为40美元的看跌期权，它的交易价格为$0.25/$0.45，因此，投资者需要支付大约35美分。再一次，投资者可以得到1.56美元的股息。因此净收益为1.21美元。计算的年收益为7.7%，但实际上投资组合所冒的风险更多，这就是年收益是如此之高的原因了。执行价格为36美元意味着在保护开始发挥效用之前，这个交易所交易基金可以下降大约11%。那是更多的风险，伴随着风险而来的是更多的收益（每年的净收益为7.7%）。

需要了解的要点是：通过自主选择愿意承担的风险大小，拥有期权的固定收益交易所交易基金使得投资者能够自主选择他想要获得的收益。通常，看跌期权成本只是股息的一部分，而股息可以通过看跌期权从现在到行权期截止日之间的这段时间内积累得到。确定你愿意承担的风险，你就能确定自己能从那个交易所交易基金中获得的净收益。

请记住：这种类型的投资具有风险，它不同于投资现金等价物。现金等价物实质上在遭遇资金损失方面具有的风险更少，你需要认真地考虑这项策略，它并不是适合每一个人。然而，根据经验，投资者应该根据投资组合内的风险资本来考虑。根据资产分配构建好投资组合之后，你应该开始为整体投资组合估算风险资本。当你有超额资金投资于固定收益交易所交易基金并且购买保护性看跌期权时，你就已经增加了总体投资组合的风险资本。确保你的新的总风险成本不会过大以至于在夜晚让你辗转难眠。一条好的经验是：在实施现金投资策略之后，你的投资组合风险资本应控制在20%~30%之间。

章节重点

- 对冲策略倾向于在你的投资组合中产生富余现金。
- 如果你的富余现金足够多，那么可以考虑一下经纪人向你提供的其他高收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益现金投资选择，如定期存款（CD）和金融市场共同基金。

- 如果你使用价差和价内期权，或只价差，那么你的投资组合会比平常拥有更多的富余现金，注意将其在投资组合中收益最大化。
- 考虑一下将你的富余现金投资于固定收益交易所交易基金上，它们能够提供看跌期权，对冲你面临的下降趋势风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十八章



税收效率管理

卡尔·斯帕克："这地方还有个游泳池？"

泰·韦伯："游泳池或池塘……还是把它当做池塘好些。"

——选自1980年电影《小小球童》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我知道这条电影引语与税收毫无关系。你知道从这些高质量电影中找到关于税收的引语有多难？是的，真的很难。因为在这一章中，我们主要讨论的是税收，同时也会给出另外一项建议。生活中的很多时候，你会出现在晚会上，或者旅店里，或者其他聚会里，你的某个朋友也许会问你："这里有游泳池吗？"，我的建议是，别犹豫，马上用台词回答："……游泳池或池塘……还是把它当做池塘好些。"这并不只是一个简单的笑话，你立刻就可以通过这个笑话判断出你的朋友是不是一位《小小球童》的影迷。

在第九章"税收员来了"中，你学习到了税收对你实际收益的影响。将你收入中的一部分拿去交税是你做为这个伟大国家其中一员的应尽义务。最终并略带讽刺的是，投资者是希望上税的，因为这就意味着他们从交易中获得了利润。难道说在2008年获利并缴税不比大多数投资者在那一年中遭受巨大损失好吗？

学会合理避税是投资成功后创造真正购买力的关键，因为投资者只能消费税后的那部分收入。这一章节的主要内容集中在优化税收效率方面。我们说优化税收效率，是指创造尽可能低的税金账单，并且在任何可能的时候，推迟纳税。

我们的税收课程将会分为三类：

- 税收优惠账户策略
- 应税账户策略
- 税收优惠投资工具

税收优惠账户策略

税收优惠账户指的是个人退休账户（IRAs）和美国的养老保险账户（比如说401（k））。投资者可以在这些账户上面增加投资，而不用为每年增长的账户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金额纳税。而当撤出投资时，投资者则必须交税，在这种情况下，投资者需要按照正常所得税的税率缴纳。当税务账单推迟时，复利的威力为投资者带来的好处就展示出来了。

如果你的资质符合规定，那我们建议在这种类型的账户上，将你的贡献最大化。政府提供了在这些账户中储蓄的激励。当前，如果你的收入不是太高，你（和你的配偶分开计算）每年可以存入个人退休账户5000美元以上，这种储蓄导致的结果是从你的收益中所扣除的税金减少。除此之外，如果你的老板提供了固定的自动转账账户，比如说401（k），那么尽可能的将资金放入这个账户吧！你的401（k）账户起始的13000美元是享受税收减免的，即你马上就拥有了13000美元的免税金额。这样你就节约了一大笔钱，并且在这个免税额上建立了投资增长和复利的基础。

第十章“对每一项投资进行对冲”中介绍了第一条铁律：对每一项投资进行对冲。接下来我们讲解了构建对冲投资的主要策略（基本和高级策略）。你们在第十四章“收获你的得失”中学习到对冲需要定期的维护，这样就会产生超过平均水平的交易次数，请记住，每一次交易的平仓都会导致应税交易的出现。因此，从税收的角度来考虑这些策略是很有意义的。因为相比别的策略，有些策略会产生更多的应税项目。

节税账户包括个人退休账户（IRAs）和美国的养老金账户，比如说401（k）（假设你有一个附属于401k的自动转账账户）。你们知道特定策略会产生更多应税行为，但是这一点无关紧要。因为投资者并不必为节税账户里的收益支付年度税金。因此，在这本书中，我们推荐的任何一种策略在税收优惠账户中都会运行良好。当选择在税收优惠账户中使用哪一项策略时，投资者真的只需考虑这一项策略是否和他自己的投资假设最匹配，以及这项策略的可利用期权的定价。

应税账户策略

应税账户中关于税率效率的话题，我们可以正好接在税收优惠账户之后谈。你们应该还记得许多策略都会导致更为频繁的交易次数，因此，这些账户随之产生了更多的应税项目。进一步，这些应税项目创造了纳税义务。在应税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



账户里，特定策略针对某些税收条款更为有效。

要做到节税，有两方面需要注意：需要支付的税率，以及缴税的时机。你需要同时优化这两个因素，进而使你的投资组合达到最佳避税效果，影响这两个因素的技巧都存在。

第一个因素是你的税率。当前的税法即将在2013年修订，短期资本收益和长期资本收益的税率征收不一样。长期资本投资在很长时间内享受更低的税率。我们相信政客们有充分的理由促使投资者进行长期投资，这意味着长期资本收益带来的优惠税率一直可以持续到2013年。

为了税收的目的，对于在长期目标里面获得的收益或者遭受到的损失来说，单个头寸不管在什么情况下，投资者必须持有一年以上。所有持有时间少于一年的投资，不论收益还是损失，则都被认为是短期的。

短期资本收益和你固定收入的税率一样。长期资本收益在2011年的时候，征收税率为20%，除了投资者处于最低纳税等级的情况下——这种情况的征收税率为15%。大多数投资者需要支付20%的税率。假设大多数投资者固定收益的税率在28%到39.6%之间，这里的好处是显尔易见的。

作为买进和对冲投资者，长期地持有投资项目是我们的默认方法，因此，找到达到长期收益的机会应该是首先要达成的，我们对冲策略的其中三项就为头寸持有时间在一年以上的投资创造好的机会，即配对看跌期权，利率上下限期权和投资组合对冲。

头两项策略：配对看跌期权和利率上下限期权。通过定义，我们就知道它们包括标的股票或者交易所交易基金的多头或者空头。投资者利用期权去创造对冲投资所需要的保护。期权头寸通常的持有时间为六个月或者更少——大多数总是少于一年，并且当投资者拥有了正确的投资预期时，收益通常会内嵌至标的股票或者交易所交易基金里面。长期持有股票或者交易所交易基金头寸能够创造出与你投资假设相一致的、想要的投资。

同时，如果投资者的假设是准确的，创造对冲的期权到行权期截止日期那一天时，会一文不值，最后以损失收盘。这些损失是短期的，并且能够用于抵消投资组合中其他交易创造出的利润，但是最重要的是，当你的投资假设变为现实时，股票或者交易所交易基金拥有未实现收益，这是你倾向于持有超过一年的利润，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因而，投资者就得到了长期资本收益带来的税收优惠政策。

除此之外，投资组合对冲方法更倾向于为长期资本收益而不是短期资本收益提供机会。投资组合对冲方法使得投资者基于大盘指数为他自己的整体投资组合购买一项对冲。投资组合由大多数未对冲股票或者交易所交易基金构成，它们应该被投资者长期持有，并产生长期资本收益而不是短期资本收益。换句话说，这项策略和前面提到的两种策略具有相同的优势：股票或者交易所交易基金的长期性持有。

在本书中，我们在第四部分和第五部分推荐的所有其他的策略几乎从未产生长期资本收益。这些策略（价内期权和价差）完全是由期权组成，在股票或者交易所交易基金里，根本没有潜在所有权（或者空头），并且在买进和对冲里面，我们从未推荐使用长期期权（LEAPS）（从今天算起，行权期超过一年的期权）。这就会导致使用这两项策略将永远不会产生长期资本收益。投资者总是会平仓或者把这个头寸向前推展至一个新的、短于一年的行权期内。根据税务规定，这所有的收益或者损失全部是短期的。

有时，对于你的投资假设来说，最好的策略是价内期权或者价差，当真实情况的确如此时，你仍可以使那项投资处于应税账户里面。你仅仅需要确定以固定收益的税率来上交你的收益税金，长期资本收益率纳税额并不适用。然而，我们推荐你在自己的应税账户里面使用利率上下限期权、配对看跌期权或者投资组合对冲，它们的效果都是一样的。我们并没有说在应税账户里面不能使用价差或者价内期权，而是你一定要有最先选择最节税策略的意识。

第二个因素是支付税金的时机。当投资者获得一定收益时，推迟一年缴纳这些收益的税金，可以让你的投资组合拥有额外的可操作资金。额外的资本有机会复利增长，并且给予投资者更多的投资组合拥有的好处。你在第二部分“投资的恒定规律”中已经见识了复利的强大威力。

我们一一讲明这些策略是为了推迟纳税义务或者接收第十四章中的收益/损失。在这里，我们不再复习了，但是还是强调一下，任何税收时间，一旦10月份到来，投资者需要仔细地检查他的投资组合，以便在下一年四月税金账单到来之前，找到完成缴税义务的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



税收优惠投资工具

根据多年从在线经纪人领域积累到的经验，我们已经发现了好几个有趣的投资工具为交易者改变了投资环境。我们认为单个最重要的产品非交易所交易基金莫属，这一部分的内容我们已经在第二十三章“在你的投资组合中，交易所交易基金会发挥重要作用”中详细讲解了。然而，另外一个有趣的产品在前五年中获得了拉动投资的力量，并且这个产品享受特殊的税收待遇。

这个产品称为股本指数期权，这些指数通常模拟了大盘的投资风险。最经常交易的股本指数期权为SPX，它为标准普尔500指数提供了理想的投资工具。这些股本指数期权仅仅属于期权，并不存在你能够购买的标的证券。然而，标的指数拥有一个价格——所有的期权的价格都是从中衍生而来。你已经知道期权是构建对冲的理想工具，也是限制你想要进行任何特定投资的总体风险的理想工具。

因此，股本指数期权是交易所交易基金很好的替代选择，它会为大盘指数创造投资机会，同时也会创建对冲。但是你们肯定会疑惑：为什么我们在税收这一章节中讲到这样的一个产品？美国政府对待股本指数期权的方式如同第1256条税务合约，当然是为了税收考虑。因此，这个种类的投资享受特殊的税收待遇。

什么样的税收待遇呢？第1256条税务合约中规定所有的收益和损失的60%被看成是长期资本收益/损失，按照长期收益/损失的税率征收，剩下的40%按照短期收益/损失的税率征收。长期资本收益税率比短期资本收益税率低得多，这个种类的税收待遇对于应税账户持有者来说十分有利，他们倾向于使用价差或者价内期权来创造对冲投资。

关于第1256条合约税收待遇有两项非常重要的信息需要指出。第一，所有损益的征收比为四六开，而不用理会持有时间。即使你持有第1256条合约范围内的税务项目超过了一年（达到长期收益这个标准的时间长度），征收比仍为四六开。第二，即使持有时间到了最后一年年尾，投资者也应该标记所有的符合第1256条合约的税务项目。“标记”一项投资的意思是根据税收年最后一天交易日的最后价格来为它定价，然后根据这个定价计算收益或者损失。这个收益或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失就认为是应税收益/损失了。在下一个税收年，如果你出售了在前一年的年末标记了的第1256条合约，那么你应该根据年末的“标记”价格来计算你的收益或者损失。

当前我们整理出的一系列股本指数期权是你投资组合内交易所交易基金有效的替代品，这一系列的期权可以在这个网站上找到：http://www.BuyAndHedge.com。符合第1256条合约待遇的股本指数期权在所有投资项目中很突出。表28.1显示了你可以进行投资的当前一系列股本指数期权名单。

表28.1 指数期权列表

指数	交易所代码	交易所	分类
芝加哥期权交易所交换指数	EXQ	芝加哥期权交易所	窄基
道琼斯工业平均指数(1/100)	DJX	芝加哥期权交易所	广基
道琼斯工业平均指数巨型(1/10)	DXL	芝加哥期权交易所	广基
ISE250指数	IXZ	伊势交易所	广基
ISE生化制药指数	RND	伊势交易所	广基
ISE电子交易指数	DMA	伊势交易所	广基
ISE绿色能源指数	POW	伊势交易所	广基
ISE房屋建筑公司指数	RUF	伊势交易所	窄基
ISE国土安全指数	HSX	伊势交易所	窄基
ISE综合油气指数	PMP	伊势交易所	窄基
ISE长金指数	HVY	伊势交易所	广基
ISE纳米技术指数	TNY	伊势交易所	广基
ISE油气服务指数	OOG	伊势交易所	广基
ISE-里维尔天然气指数	FUM	伊势交易所	广基
ISE-里维尔沃尔玛供应商指数	WMX	伊势交易所	广基
ISE半导体指数	BYT	伊势交易所	窄基
ISE罪恶指数	SIN	伊势交易所	广基
ISE美国区域性银行指数	JLO	伊势交易所	窄基
ISE水利指数	HHO	伊势交易所	广基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

指数	交易所代码	交易所	分类
美国银行股指数	BKX	伊势交易所	广基
摩根士丹利循环指数	CYC	美国证券交易所	广基
摩根士丹利零售股指数	MVR	芝加哥期权交易所	广基
摩根士丹利科技股指数	MSH	美国证券交易所	广基
纳斯达克−100指数	NDX	芝加哥期权交易所	广基
纳斯达克−100迷你指数(1/10)	MNX	芝加哥期权交易所	广基
纽约证交所方舟航空指数	XAL	美国证券交易所	窄基
纽约证交所生物科技指数	BTK	美国证券交易所	广基
纽交所迷你生物科技指数(1/20)	BJE	美国证券交易所	广基
纽约证交所天然气指数	XNG	美国证券交易所	广基
纽约证交所石油指数	XOI	美国证券交易所	广基
纽约证交所迷你石油指数(1/20)	BZJ	美国证券交易所	广基
费城证券交易所黄金和白银板块	XAU	费城证券交易所	窄基
费城证券交易所房屋板块	HGX	费城证券交易所	广基
费城证券交易所石油服务板块	OSX	费城证券交易所	广基
费城证券交易所半导体板块	SOX	费城证券交易所	广基
费城证券交易所实用性板块	UTY	费城证券交易所	广基
罗素1000指数	RUI	芝加哥期权交易所	广基
罗素2000指数	RUT	芝加哥期权交易所	广基
标准普尔100指数	OEX	芝加哥期权交易所	广基
标准普尔500指数	SPX	芝加哥期权交易所	广基
标准普尔500迷你指数	XSP	芝加哥期权交易所	广基
标准普尔中型400指数	MID	美国证券交易所	广基
标准普尔小型600指数	SML	芝加哥期权交易所	广基

当你管理自己的投资组合的时候，牢牢记住这些税务要点。当你最小化自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己的纳税义务时，你的整体投资组合收益将会提高。和以前我们提到的一样，你一定要就自己的特殊情况咨询税务专业人员。税法一直都在变，在这章中，我们描述的税收情况也很容易产生变化。

章节重点

- 在税收优惠账户上，将你的账户金额最大化。
- 在应税账户里，包括股票和交易所交易基金所有权在内的策略为达到长期资本收益、降低税金账单提供了最好的机会，这些策略包括配对看跌期权，利率上下限期权和投资组合对冲。
- 股本指数期权在许多情况下，提供了优惠的税收条件。如果你偏爱使用价差策略或者价内期权，并且正投资于应税账户，那么我们推荐你使用股本指数期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十九章



结语：信息汇总

"钱呢！"

——杰里·马奎尔。

选自1996年电影《甜心先生》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





找到自己的投资者节奏

买进和对冲投资方法是为长期投资而建。当你执行五大铁律时，你的投资组合可以达到你计划好了的目标。但是你知道能像看到投资组合增长一样能给你带来满足感的另一种感觉是什么吗？这种感觉来自你知道自己是带来这种增长的人，但是拥有这种感觉需要一定的努力。

成为自主投资者需要实实在在的投入。你需要形成一套固定程序，定期检查你投资组合内的风险和收益。买进和对冲方法要求有定期的投资组合维护和管理风险的保证，不可置否，这种努力需要花费一定时间，这是你浪费的最重要的东西，因此，你需要利用五大铁律为投资组合建立常规管理程序。在买进和对冲这一方面，我们称之为投资者节奏。

你知道节奏（tempo）是什么，它是相对速度或者上下波动速度，它是节拍（rhythm）和拍子（cadence）的同义词。找到自己的节奏总是和跳舞联系起来。这是一种能力，确保你的身体会跟着节拍舞动。如果你是一位高尔夫球手，你知道好的“挥杆节奏”是什么。当你打得很好的时候，并且打出了低杆数时，你的朋友们会说你的挥杆节奏看起来很棒。并且你的每一次挥杆似乎都衔接的很好。通常，这意味着你的挥杆速度从头到尾都很协调一致，每一个技术动作都很标准。

在体育赛事上进行实况报道的播音员通常指的是运动员的节奏，特别是在需要重复努力练习技术的赛事上面。当一位棒球投手投得非常好的时候，他通常在两次投掷之间的时间间隔是一样的，并且在他的挥臂和投球动作中保持着相同的速度。橄榄球场上的四分卫和他们的边路接球手掌握默契配合的时机后，能够达到很好的节奏，他们拥有了协调一致的动作。

当你需要定期重复一个模式的时候，节奏是一个非常重要的因素，特别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是当这个模式在重复的时候需要练习和自我约束。作为一位买进和对冲投资者，对于你来说，这听起来应该很熟悉，买进和投资方法要求你重复一种模式（构建和维护对冲），要求你要进行练习（让内心直觉引领自己）和自我约束（消除情绪干扰）。作为一位买进和对冲投资者，找到你的投资者节奏意义重大。

作为一位买进和对冲投资者，找到你的投资者节奏意味着你要花费足够的时间管理你的投资组合，以确保自己成功地执行了所有的五大铁律。完美节奏的意思是为遵循规则，你付出了合理的时间，一分钟不多也一分钟不少。如果你意识到你已经违背了其中的一条铁律，并且你的借口是没有能够挤出时间管理你的投资，那么你就没有达到合适的投资者节奏。如果你花费了太多的时间在你的投资组合上，并导致自己打破了其中一条铁律，你仍然是没有找到合适的投资者节奏。

我们推荐你形成一套固定的程序，定期回顾你的投资组合并且执行任何必要的账户维护。我们推荐在一周中，你抽出一到两天的时间来执行五大铁律。如果你可以遵循这个时间行事，你应该可以找到非常适合自己的投资者节奏。如果每个月只能挤出一点时间，你仍有可能成为一位成功的买进和对冲投资者，但是成功的机会将大大减少。假设出现了相反的情况，如果你每天都有空余时间追踪你的投资组合，用这种方法，你也可能成功，但是这种类型的时间投入会导致过多的，主要由情绪推动的投资组合变动。所以，请谨慎！

合适的投资者节奏来源于固定的模式，并且只有当你发现自己打破铁律时，才会调整这个固定模式。让你对五大铁律的遵从成为判断你是否已经拥有了合适投资者节奏的指标。如果你发现自己永远处于遵从的境地，保持你拥有的这个固定模式，不要改变。如果你发现不是这样，检查看看是否因为是你在投资组合上花费了太多的时间——或者罪魁祸首更可能是，你没能在你的投资组合上花费足够的时间。

当你在执行五大铁律时

最终，买进和对冲的五大铁律是你需要从本书中学习到的最重要的知识。认真执行五大铁律会为你的投资组合带来成功。当你把自己变为一位买进和对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



冲投资者的时候，你可以学着掌握投资组合内风险和回报的动态变化。

我们选择了这五大铁律，是因为当它们结合起来使用时彻底改变了投资组合的潜力。换句话说，在这种情况下，五个1相加大于5！五大铁律创造了一种全方位的，用于构建和管理投资组合的方式。当所有这五项铁律集中于一个投资组合里面执行时，你投资组合的市场绩效就最有潜力。但有趣的是，如果在现有的投资组合中单独地执行任何一项铁律，你仍可能提高投资组合的市场绩效。换句话说，任何一项铁律单独使用，都能改进你现有的投资方法，但是我们仍然建议你把它们综合起来一起使用。

选择了这五大铁律，是因为它们直接论述了投资的恒定规律。作为一位自主投资者，你不可能避开恒定规律。在金融市场里面，这些规律就像物理定律：会对每个人产生影响。想想物理定律之一：万有引力定律。如果你从跳板上面跳下，你知道接下来会发生什么：令人兴奋但是很快就会落入清凉的水中。如果你从布鲁克林大桥跳下，你也知道接下来会发生什么：并不短暂地下落后你将扎进冰冷阴暗的水中，下落的速度足以致伤甚至致死。你了解万有引力定律，所以，你同样知道它的应用结果可能是令人兴奋的，也可能是危险的，也正是因为你了解它，所以能够适应它，并且作出正确的决定。

投资的恒定规律的运作方式也如前所述，你应该尽一切努力记住这些恒定规律和它们意味着什么。买进和对冲技巧的正确应用能为你在这些恒定规律上面提供一种优势，在这种情况下，正确地应用技巧意味着执行五大铁律。

我们最后简明扼要地重述一下这五大铁律，它们就是影响所有投资者的恒定铁律：

- 损失的本金是不能持续增长的本金。
- 风险是输入，收益是输出。
- 情绪是敌人。
- 波动率是“氪星石”。
- 我们关心的只有税后收益。

在进行投资时，这些恒定规律是不能避开的，但是当你应用五大铁律时，你能够克服这些规律的负面影响。

铁律#1：对每一项投资进行对冲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铁律#2：了解自己的风险度量标准。

铁律#3：巧妙的投资组合=设定长期目标+投资多元化。

铁律#4：让你的内心直觉引领自己。

铁律#5：收获你的得失。

现在，轮到你上场了，作为一位买进和对冲投资者，把我们在本书中讲到的内容付诸于行动吧。你已经明白了五大铁律，懂得了恒定规律。现在是你展翅飞翔，开始独自闯荡市场的时候了。但是你真的不是一个人，我们一直在网络上面更新文章：http://www.BuyAndHedge.com，都是关于一些投资想法和对冲策略，你在我们的网站上也可以浏览其他的教育资源。

但是不要忘了这也是一本参考工具。我们的写作目的是供你参考，并且可以重新阅读任何一个章节。每一章节的内容自成一个体系。当你需要温习某种特定买进和对冲策略时，定期地翻开这本书，阅读你需要回忆的那一章节。当执行第一个对冲交易时，你将会发现第四部分和第五部分是特别有用的参考工具。

祝你好运，快乐地对冲！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致　谢

首先，我们想感谢自己的家人，在我们全心全意写这本书和开展新业务时，他们给予我们无私的支持，十分感激他们能够配合我们的工作。谢谢你们，林恩（Lynn）和琳达（Linda），也谢谢你们，扎德（Zander），（Abby），艾拉（Ella）和格瑞斯（Grace）。

在创立买进和对冲方法论时，我们经常向美国贸易控股公司的前辈讨教经验。给予我们帮助的人太多太多，但是在此，我们要特别感谢他们：米克·布洛考(Mick Brokaw)，费利克斯·戴维森（Felix Davidson），唐·艾略特（Don Elliott），布莱斯·恩格尔（Bryce Engle），乔·法伯尔（Joe Faber），安思福·希尔吉（Asiff Hirji），詹姆斯·扩斯图里阿斯（James Kostulias），戴夫·兰伯特（Dave Lambert），迈克·麦格拉斯（Mike Mcgrath），皮特·雷克茨（Pete Ricketts），马特·撒朵斯基（Matt Sadowsky），比尔·魏玛（Bill Wymer）。

感谢Minyanville网站的网友，感谢他们为我们的内容提供平台，并向出版商进行介绍。感谢凯文·万松（Kevin Wassong）和托德·哈里森（Todd Harrison），感谢我们的出版商培生（Pearson）。特别强调的是，我们想感谢执行主编，珍妮·格莱瑟（Jeanne Glasser），她在我们编著书籍的过程中，给予我们定期的积极反馈。

在这里，我们也想感谢我们的良师益友，是他们帮助我们形成批判性思维能力，并且帮助我们成为更好的投资者：吉姆·狄特摩尔（Jim Ditmore），布莱斯·恩格尔（Bryce Engle），比尔·戈伯（Bill Gerber），吉格·格林汉姆（Gig Graham），安思福·希尔吉（Asiff Hirji），艾伦·科普洛（Ellen Koplow），乔·莫格利亚（Joe Moglia），皮特·雷克茨（Pete Ricketts），和拉里·切泽其（Larry Szczech）。

韦恩在此感谢他的父母，是他们使他对学习充满了热情并喜爱阅读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰伊在此感谢他的父母，是他们让他懂得了高尚职业道德的价值，以及一种不断进取精神的力量。

一位智者曾经说过："每个人所拥有的，不外乎他的名字和言论。"

我们要感谢自己的父母，他们教会我们如何让家人为我们感到骄傲，自己也要感谢我们的妻子和孩子，他们帮助我们遵守诺言，没有他们坚定不移的鼓励，这一切成就都不可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲

Buy and Hedge

The 5 Iron Rules for Investing Over the Long Term

对冲五大铁律

1. 对每一项投资进行对冲。
2. 充分了解四项风险度量标准：风险成本、波动率、隐含杠杆、相关性。
3. 学会巧妙的投资组合：设定长期目标+投资多元化。
4. 让内心直觉指引你，并付诸实践：确定自己的投资优势，专注某一类投资。
5. 明确自己已实现盈利或止损的三个时间点：股价达到期待目标；股价呈现上涨趋势，你愿意继续持有；年度末避税时机到来。



上架建议 金融/股票/投资

ISBN 978-7-5136-2218-9



PEARSON
http://www.pearson.com

定价：49.80元